Die rechtliche Stellung der Banken bei der Emiſſion von Aktien

Dr. J. Richard Voit

Die rechtliche Stellung der Banken bei der Emiſſion von Aktien

Inaugural-Diſſertation

zur

Erlangung der Doktorwürde

der

Hohen Juriſtiſchen Fakultät

der

Friedrich-Alexander-Univerſität Erlangen

vorgelegt von

J. Richard Voit
Diplom-Volkswirt
aus Nürnberg.

Tag der mündlichen Prüfung: 11. Mai 1929

Druck: H. M. Windiſch, Nürnberg 20

Dekan: Prof. Dr. Eugen Locher.

Referent: Prof. Dr. Eugen Locher.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Meinen Eltern gewidmet!

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41533907_0011

Literaturverzeichnis

Apt, Börſengeſetz 1909.

Bänder, F., Die Haftung der Emiſſionshäuſer für die Emiſſion von Aktien. 1916.

Behrend, J. Fr., Lehrbuch des Handelsrecht 1896.

Begründung zum Entwurf eines Börſengeſetzes 1895/96.

Begründung eines Geſetzes betr. Aenderung des Börſ. Geſ. 1907/08.

Begründung eines Geſetzes betr. die Kommanditgeſellſchaft auf Aktien und die Aktiengeſellſchaft 1884.

Bericht der Börſenenquête-Kommiſſion 1893.

Bernſtein, O., Börſengeſetz 1910.

Bolze, A., Die Praxis des Reichsgerichts in Zivilſachen.

Buchwald, O., Die Technik des Bankbetriebes.

Coſack, Lehrbuch des Handelsrechts 1910. 7. Auflage.

Dernburg, Das bürgerliche Recht des Deutſchen Reiches und Preußens 1906. 1./2. Auflage.

Dove, Hch., Die Funktionen der Zulaſſungsſtellen. (Bankarchiv 1905).

Derſelbe, Zur Proſpekthaftung (In der Feſtgabe zum 60. Geburtstage des Prof. Dr. Rießer). 1913.

Derſelbe, Kommentar zum Börſengeſetz von Rehm, Trumpler, Dove, Neukamp uſw.; herausgegeben auf Veranlaſſung des Centralverbandes des deutſchen Bank- und Bankiergewerbes mit Vorwort von Rießer.

Düringer-Hachenburg, Das Handelsgeſetzbuch 1913/1917. 2./3. Auflage.

Ehrenberg v., Handbuch des geſamten Handelsrechts 1917.

Endemann, Fr., Lehrbuch des Bürgerlichen Rechts.

Eſſer, R. u. F., Die Aktiengeſellſchaft nach den Vorſchriften des Handelsgeſetzbuches 1907.

Gierke, Deutſches Privatrecht, 1917.

Gerſtner, P., Die Organiſation der Treuhandunternehmungen (in „Reviſions- und Treuhandweſen", Grundriß der Betriebswirtſchaftslehre, Herausgeber Schmalenbach).

Goldſchmidt, Der Lucca-Piſtoja Aktienſtreit, 1859.

Heim, R., Die Rechtsſtellung des Emiſſionshauſes bei der Einführung der Aktien in den Verkehr. 1909.

Hintner, O., Das Treuhandweſen in der deutſchen Volkswirtſchaft 1926.

Jacobi, E., Die Zulaſſung der Wertpapiere z. Börſenhandel, 1914.

Jeidels, O., Das Verhältnis der deutſchen Großbanken zur Induſtrie, 1913.

Kahn, Das Börſengeſetz für das Deutſche Reich, 1909.

Kuntze, Inhaberpapiere, 1857.

Lehmann, K., Das Recht der Aktiengeſellſchaften, Bd. 1, 1898; Bd. 2, 1904.

Lehmann, K., Lehrbuch des Handelsrecht. 1. Auflage.

Lehmann-Ring, Das Handelsgeſetzbuch des Deutſchen Reiches. 1901/02.

Leitner, Fr., Bankbetrieb und Bankgeſchäfte. 1923.

Liefmann, R., Beteiligungs- und Finanzierungsgeſellſchaften. 1921.

Derſelbe, Treuhänder- und Treuhandgeſellſchaften (im Handwörterbuch der Staatswiſſenſchaften, 4. Auflage).

Lotz, W., Die Technik des deutſchen Emiſſionsgeſchäftes. 1890.

Derſelbe, Das Emiſſionsgeſchäft (im Handwörterbuch der Staatswiſſenſchaften, 4. Auflage).

Motive zum Handelsgeſetzbuch. 1887.

Nußbaum, A., Kommentar zum Börſengeſetz. 1910.

Obſt, G., Geld-, Bank- und Börſenweſen. 1924.

Derſelbe, Das Bankgeſchäft. 1914.

Oertmann, P., Kommentar zum Bürgerlichen Geſetzbuch. 1910.

Planck, Kommentar zum Bürgerlichen Geſetzbuch. 1907.

Protokolle, 2. Leſung zum Bürgerlichen Geſetzbuch. 1898.

Rießer, Zur Entwicklungsgeſchichte der deutſchen Großbanken mit beſonderer Rückſicht auf die Konzentrationsbeſtrebungen. 1906.

Rießer-Rehm, Kommentar zum Börſengeſetz. 1909, ſiehe auch Dove Z. V. K.

Saling's Börſenpapiere.

Sattler, Hch., Die Effektenbanken, 1891 mit Vorwort von Ad. Wagner.

Schultze, H., Treuhänder im geltenden Recht. (In Jherings Jahrbücher) 1901.

Schmalenbach, E., Finanzierungen. 1922.

Schultze-Gaevernitz, Die deutsche Kreditbank; im Grundriß der Sozialwissenschaft V. II.

Sehling, E., Deutsches Handelsrecht. 1924.

Sombart, W., Die deutsche Volkswirtschaft im 19. Jahrhundert. 1905.

Derselbe, Das Wirtschaftsleben im Zeitalter des Hochkapitalismus. 1928.

Springer, E., Die Prüfungspflicht der Emissionshäuser. 1912.

Staub, Kommentar zum Handelsgesetzbuch. 1912. 9. Auflage.

Staudinger, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 8./9. Auflage.

Weber, Ad., Depositen und Spekulationsbanken. 1922.

Wolff, Siegfr., Das Gründungsgeschäft im deutschen Bankgewerbe. 1915.

Zeitschriften.

Archiv für Bürgerliches Recht.

Bankarchiv.

Deutsche Juristenzeitung.

Goldschmidt's Zeitung für das gesamte Handelsrecht.

Gruchot's Beiträge zur Erläuterung des deutschen Rechts.

Holdheims Monatsschrift.

Monatsschrift für Handelsrecht und Bankwesen.

Der deutsche Volkswirt.

Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen.

Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis.

Tageszeitungen.

Berliner Tageblatt.

Deutsche Allgemeine Zeitung.

Frankfurter Zeitung.

Fränkischer Kurier.

Kölnische Zeitung.

Münchener Neueste Nachrichten.

Abkürzungen.

A.-G.	= Aktiengeſellſchaft
BGB.	= Bürgerliches Geſetzbuch.
Börſ. Geſ.	= Börſengeſetz.
R. O. H. (G. E.)	= Reichsoberhandelsgericht (entſcheidung).
Goldſchmidt's Z.	= Zeitſchrift für das geſamte Handelsrecht, begründet von Goldſchmidt.
Holdh. M. ſchr.	= Monatsſchrift für Handelsrecht und Bankweſen; früher herausgegeben von P. Holdheim.
H. G. B.	= Handelsgeſetzbuch.
R. G. (E.)	= Reichsgericht (entſcheidung).
Zul. Bek.	= Bekanntmachungen des Bundesrates betr. die Zulaſſung von Wertpapieren zum Börſenhandel vom 4. Juli 1910.
St. G. B.	= Strafgeſetzbuch.
Z. V. K.	= Zentral-Verband des .....
W. O.	= Wechſel-Ordnung.

Inhaltsverzeichnis.

Seite:

Einleitung.

§ 1. Begriff und Bedeutung des Wortes Emiſſion . . 1
§ 2. Der geſchichtliche Werdegang der Emiſſionstätigkeit der Banken 3

Allgemeines und Beſonderes.

§ 3. Das Emiſſionsgeſchäft 5
§ 4. Die beim Emiſſionsgeſchäft Beteiligten 7
§ 5. Die Banken und der Treuhänderbegriff
a) Begriff des Treuhänders und ſein geſchichtliches Werden 8
b) Sein Vorkommen im Geſetz 9
c) Die Bedeutung der Treuhandgeſellſchaft beim Emiſſionsgeſchäft 9

1. Hauptteil

Die Rechtsſtellung der Emiſſionsbanken

I. Abſchnitt

Die Rechtsverhältniſſe gegenüber den Gründern

§ 6. Die Stellung im Falle der feſten Uebernahme . 11
§ 7. Die Emiſſionsbank als Kommiſſionär 14
§ 8. Die Aktienbegebung im Namen der Gründer . . 20

II. Abſchnitt

Die Rechtsverhältniſſe der Emiſſionsbank

§ 9. Rechtsverhältniſſe bei Errichtung von Zeichnungsſtellen 21
§ 10. Rechtsverhältniſſe bei der Bildung von Konſortien 23

III. Abſchnitt

Die Rechtsverhältniſſe gegenüber den Aktienerwerbern

§ 11. Allgemeines: Zeichnungsgeſchäft und Subſcription 29
§ 12. Haftung für Sachmängel 31
§ 13. Haftung für Rechtsmängel 32

Seite:

2. Hauptteil

Die deliktiſche Haftung der Emiſſionsbanken

I. Abſchnitt

Die Haftung der Emiſſionsbank beſonderer Art

§ 14. Haftung gegenüber Aktienerwerbern
a) für Zuſicherungen wirtſchaftlicher Natur . 35
b) aus Raterteilung oder Empfehlung . . . 36
c) Gemeinſames zu a) und b) 38
§ 15. Haftung aus unerlaubte Handlung gemäß § 823 BGB. 40

II. Abſchnitt

Haftung als Vollkaufmann nach den Vorſchriften des H. G. B.

§ 16. Geſchichte und Grund der Haftung 42
§ 17. Vorausſetzungen der Haftung 44
§ 18. Umfang der Haftung 49

III. Abſchnitt

Haftung nach den Vorſchriften des Börſengeſetzes

§ 19. Allgemeines und Geſchichtliches 51
§ 20. Ueber den Proſpekt und die Zulaſſung der Wertpapiere zum offiziellen Börſenhandel 54
§ 21. Die haftenden Perſonen 57
§ 22. Die Vorausſetzungen der Haftung
a) Mangelhaftigkeit des Proſpektes 60
b) Das Verſchulden 60
c) Der Kauſalzuſammenhang 64
§ 23. Die erſatzberechtigten Perſonen 67
§ 24. Umfang der Schadenserſatzpflicht 69
§ 25. Beſchränkung und Ausſchluß der Haftung; Verjährung 70
§ 26. Die Haftung nach § 203 H. G. B. und § 45 Börſ. Geſ. in dem Verhältnis zueinander 72

Schluß

§ 27. Die volkswirtſchaftl. Bedeutung der Emiſſionstätigkeit 73

Einleitung

§ 1.

Begriff und Bedeutung des Wortes Emiſſion

Deutſchland hat erſt vor wenigen Jahren eine Geldentwertung größten Stiles, wie sie bisher noch keinem Kulturvolk auferlegt war, in all ihren Phaſen und mit all ihren Erſcheinungen und Folgen erlebt. Es hat dieſe Inflation überwunden und begonnen, ſeine Wirtſchaft neu aufzubauen um sie zu Höchſtleiſtungen fähig zu machen.

Aber einer jener bezeichnenden Erſcheinungen werden wir immer noch erinnert, leſen wir in den Zeitungen die Mitteilungen über die Zahl der Konkurſe, Inſolvenzen und Liquidationen von Geſellſchaften und Unternehmungen, deren Gründungen eben in jene Inflationsperiode fällt. Denn ähnlich wie in den Gründerjahren zu Ende des vorigen Jahrhunderts und weiter nach dem ruſſiſch-japaniſchen Krieg, ſo entſtand auch mit der jüngſt überwundenen Geldentwertung eine neue Emiſſionsära, die aber nicht wie damals doch berechtigte wirtſchaftliche Motive zur Grundlage hatte, ſondern ſich faſt ausſchließlich als Auswirkung unſerer immer ſchlechter ſich geſtaltenden Valutaverhältniſſe darſtellte.

Der Begriff des Wortes Emiſſion hat verſchiedene Bedeutung. Man unterſcheidet im allgemeinen zwiſchen einer rein juriſtiſchen und einer im Handels- und und Geſchäftsverkehr üblichen Deutung.

Im ſtreng juriſtiſchen Sinne verſteht man unter Emiſſion den „Akt der erſten Ausreichung des Wertpapieres an einen Dritten"[1]), unter Emiſſion von Aktien demnach das Ausgeben der Aktienurkunde an den Aktionär.

Im weiteren Sinne verſteht man unter Emiſſion im allgemeinen „das Auf-den-Marktbringen" eines Wertpapieres, oder das Eröffnen eines Marktes für ſie.

Die Literatur iſt ſich über den Begriff der Emiſſion nicht einig. Werner Sombart[2]) bezeichnet die Emiſſion als den Akt, durch den ein neues Effekt zum Leben erwacht. — Adolf Weber[3]) wird mit ſeiner Definition: „Juriſtiſch ſtellt ſich das Emiſſionsgeſchäft als dasjenige Rechtsgeſchäft dar, welches die Aufbringung

---

[1]) Vgl. R. O. H. Bd. 20, S. 255; vgl. auch Kuntze, Inhaberpapiere, S. 373 ff.

[2]) W. Sombart, Die deutsche Volkswirtschaft im 19. Jahrhundert, S. 226.

[3]) A. Veber, a, a. O, S. 227.

der durch Wertpapiere repräſentierten Kapitalbeträge bewirkt oder ermittelt" von Liefmann angegriffen. Sattler[4]) definiert Emiſſion: „ein Effekt emittieren, heißt es ausgeben, in Umlauf ſetzen, ſich desſelben entäußern". Liefmann[5]) ſelbſt bezeichnet die Definition des H. G. B. als die zutreffendſte, mit welcher auch er ſich einverſtanden erklärt: emittieren heißt Effekten in den Verkehr einführen.

Und in dieſem weiteren Sinne, nämlich als „das Zuführen des Wertpapieres an einen größeren Kreis von Erwerbern"[6]) ſoll das Wort Emiſſion auch hier gebraucht werden.

---

[4]) Sattler, H., Die Effektenbanken, mit einem Vorwort von Ad. Wagner, 1891.
[5]) Liefmann, K., Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, S. 91 ff.
[6]) Vgl. R. O. H. Bd. 20, S. 255 ff.

§ 2.

Der geſchichtliche Werdegang der Emiſſionstätigkeit der Banken

Ueber die Entſtehungsgeſchichte des Emiſſionsgeſchäftes iſt man noch im unklaren. Nur das gilt als feſtſtehend, daß die Emiſſionstätigkeit gewachſen und großgeworden iſt mit der Entwicklung des Kapitalreichtums und der Effektenbörſen, der fundierten Staatsſchuld und der privilegierten Handelskompagnien in Holland, England und ſpäter in den übrigen europäiſchen Ländern vom 17. und 18. Jahrhundert an. Die ſich immer mehr vergrößernden Kapitalanſammlungen zum Betrieb induſtrieller Unternehmungen, ſowie der zunehmende Bedarf der europäiſchen Bevölkerung an feſtverzinslichen Fonds zu Anlagezwecken haben nicht zuletzt dazu beigetragen.[1])

In Deutſchland iſt die Entwicklung an ſich langſamer fortgeſchritten. Erſt ſeit dem Ende des 18. Jahrhunderts hat ſich das Emiſſionsgeſchäft in Deutſchland einbürgern können und zwar hatte ſich um dieſe Zeit bereits ein gewiſſer Kapitalreichtum in einzelnen Bevölkerungsſchichten und bei Bankinſtituten angehäuft. Ja die Banken waren es ja ſchon von Anfang an, die den Kreditbedarf durch Uebernahme von Obligationen deckten; allerdings mit dem weſentlichen Unterſchiede zu heute, daß ſie dieſelben in eigenem Beſitz behielten.

Mit der fortſchreitenden Entwicklung der Induſtrie und des Handels, mit den Gründungen und Erweiterungen zu Großbetrieben war ein Bedarf nach ungeheuren Kapitalien notwendig geworden, den ein einzelnes Bankhaus zu decken nicht mehr in der Lage geweſen wäre; nicht nur, weil es über derartige Summen aus eigenen Mitteln nicht verfügte, ſondern auch das Riſiko allein nicht mehr tragen konnte. Damit war der Weg in die Oeffentlichkeit vorgezeichnet. Es wurden Anteilſcheine verſchiedener Art ausgegeben, Obligationen mit feſter Verzinſung, oder dividendentragende Aktien.

Eine Emiſſion von Aktien iſt heute mit ſo großen Schwierigkeiten verbunden, von ſo vielen Bedingungen abhängig, daß ſich ſelbſt bei den Banken Spezialabteilungen herausgebildet haben, die ſich mit dieſer Tätigkeit allein befaſſen. Nicht allein dies, wir ſehen, daß eine Emiſſion von heute nicht mehr von *einer* Bank allein, ſondern von ſogenanten Konſortien oder Syndikaten, die ihrerſeits wieder Unterkonſortien beteiligen können, beſorgt werden.

---

[1]) Vgl. W. Lotz, Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Aufl., Art.; Das Emiſſionsgeſchäft.

Dieſes Emiſſionsgeſchäft nimmt daher eine bedeutende Stellung ein, ſowohl im Betriebe der Banken — als auch mit ſeinen Auswirkungen am Barometer der Volkswirtſchaft — an den Börſen nationalen und internationalen Rufes.

Allgemeines und Beſonderes

§ 3.

Das Emiſſionsgeſchäft

Das Emiſſionsgeſchäft, das ſich als ein Zweig des Großbankbetriebes qualifiziert, umfaßt ſelbſt mannigfache einzelne Geſchäftsakte, die in folgenden Gruppen zuſammengefaßt werden können: Anleihegeſchäft, Konverſionsgeſchäft, Mitwirkung bei Gründungen, Fuſionen, Sanierungen und Kapitalvermehrungen von Aktiengeſellſchaften.[1])

Es würde weit über den Rahmen dieſer Arbeit hinausgreifen, wollte man auf dieſe Mannigfaltigkeit näher eingehen. Es iſt bereits angegeben worden, in welchem Sinne der Begriff Emiſſion Gegenſtand dieſer Ausführungen ſein ſoll, und ſo befaßt ſich demnach das Emiſſionsgeſchäft mit der Einführung von Aktien in den Verkehr, mit dem Vertrieb von größeren Beſtänden von Wertpapieren an das anlageſuchende Publikum.

Gewiß können in ganz beſtimmten Fällen Staaten oder Selbſtverwaltungskörper, Geld aufbringen ohne Mitwirkung der Banken im Wege der Veräußerung von Einzelſchuldverſchreibungen. Dies wird jedoch immer mehr zur Ausnahme werden. Da allein wird die Inanſpruchnahme der Banken ſchon unvermeidlich ſein, wo man raſch beſtimmter, großer Summen bedarf, von einem Bankhaus in gewiſſer Abhängigkeit ſteht, wo Einführung der Wertpapiere an einer Börſe erſtrebt wird — wo endlich dem Anleiheſchuldner die Hilfe geſchulter kaufmänniſcher Kräfte für den Zahlungs- und Abrechnungsverkehr bei Entgegennahme und Erledigung von Zeichnungsanmeldung als unumgänglich notwendig erſcheint.[2]) Die Rolle, die die Banken dabei ſpielen, kann eine ſehr verſchiedene ſein.

Sie können — wie die Reichsbank und die D-Banken bei der in unbeſchränkter Höhe zur Zeichnung von 1914—1918 aufgelegten deutſchen Kriegsanleihe — lediglich als Zeichnungsſtelle arbeiten und Kaufaufträge entgegennehmen, ferner als Kommiſſionär — ohne eigenes Riſiko — für Rechnung einer Geſellſchaft z. B. den Vertrieb deren Aktien übernehmen. Dann berechnet das Bankhaus meiſt eine in Prozent ausgedrückte Proviſion als Entgelt der Mühewaltung. Oder das Emiſſionshaus übernimmt „feſt" den geſamten Beſtand von Aktien zu einem beſtimmten Preis und vertreibt ſie einzeln für eigene Rechnung und Gefahr im

---

[1]) Vgl. W. Lotz, Handwörterbuch der Staatswiſſenſchaften.

[2]) W. Lotz, Handwörterbuch der Staatswiſſenſchaften.

eigenen Namen. Da wird meiſt der Gewinn des Bankhauſes in der Differenz zwiſchen Uebernahme- und Verkaufspreis liegen.

Es kann aber außerdem eine große Zahl anderer Möglichkeiten demſelben Zwecke dienen: Es kann verabredet werden, daß das Bankhaus nur einen Teil der zu emittierenden Aktien feſt für eigene Rechnung übernimmt, für den Reſt derſelben ſich das Recht des Vorkaufes das ſog. Optionsrecht, vorbehält für den Fall, daß der Erfolg der Emiſſion einen weiteren Bezug dieſer Aktien veranlaßt. Durch Mitwirkung anderer Banken, oder Konſortien und Unterkonſortien können dieſe Beziehungen ſich ſehr kompliziert geſtalten.

Für dieſe vorliegende Arbeit kommen nur die hauptſächlichſten Fälle in Frage:

Einzelverkauf außerhalb der Börſe; das Emiſſionshaus bringt die Aktien je nach der Nachfrage allmählich in den Verkehr.

Die Einführung an der Börſe: Durch Einreichung eines Proſpektes bewirkt das Emiſſionshaus die Zulaſſung der Wertpapiere zum Börſenhandel. Dieſe Art der Begebung hat nur für kleinere Beträge einiges Intereſſe.

Oeffentliche Auflegung zur Zeichnung: Subſkription bedeutet ein Unterbringen der Werte außerhalb der Börſe in einem Zug. Da aber ein Papier, das an der Börſe nicht notiert, eine amtliche Prüfung der Proſpektangaben alſo fehlt — beim Publikum im allgemeinen ſchwer Aufnahme finden und ſehr vorſichtig beurteilt werden wird — iſt auch dieſer Weg der Emiſſion heute für die Praxis nur von geringer Bedeutung.

Eine Kombination beider letzterwähnter Möglichkeiten aber — Subſkription in Verbindung mit Einführung an der Börſe — iſt die Form der Emiſſion unſerer Zeit.

Es ſei an dieſer Stelle vorweg bemerkt, daß die Ausgabe von Aktien zum Zwecke der Kapitalserhöhung ſchon beſtehender Unternehmungen hier keine Beachtung finden kann.

§ 4.

Die beim Emiſſionsgeſchäft Beteiligten

Es iſt angebracht, in einer kurzen Zuſammenſtellung aller der in der Hauptſache beim Emiſſionsgeſchäft Beteiligten Erwähnung zu tun.

Wir haben bereits geſehen, daß die Emiſſionstätigkeit der Banken einen erheblichen Teil ihrer Beſchäftigung in Anſpruch nimmt. Man hat bereits verſucht, dieſen Banken, die ſich faſt ausſchließlich mit dem Emiſſionsgeſchäft befaſſen, den Namen „Emiſſionsbanken" zu geben in Anlehnung an engliſche Verhältniſſe.[1])

Spricht man von Emiſſionshäuſern, ſo hat man dieſe Banken beſonders im Auge; jedoch beſchäftigt ſich jede Großbank mit Aktien-Emiſſionen, auf Grund der ſchon beſtehenden und damit verknüpften Geſchäftsverbindungen.

Als „Emittent" können dagegen auch Staaten, Geſellſchaften, oder die Gründer ſelbſt auftreten; es iſt dies der weitere Begriff.

Nicht dagegen iſt jede Bank, die bei der Emiſſion von Wertpapieren mitwirkt, als Emiſſionshaus tätig. So unterſcheidet ſich die Zeichenſtelle vom Emiſſionshaus dadurch, daß ſie weder zu den die Wertpapiere bisher beſitzenden Perſonen noch zu dem kaufenden Publikum in vertragliche Beziehungen tritt, nur mit dem Emiſſionshaus ſelbſt ſteht ſie in einem Vertragsverhältnis.

Die Emiſſionshäuſer laſſen ſich alſo als Banken, als Kaufleute, die nach von ihnen ausgegangener öffentlicher Ankündigung Wertpapiere für eigene Rechnung oder für Rechnung der ſie bisher beſitzenden Perſonen in den Verkehr bringen, qualifizieren.[2])

Die bisher die Wertpapiere beſitzenden Perſonen können die Ausſteller, Gründer oder bereits Uebernehmer dieſer Papiere ſein; das kaufende Publikum iſt als Aktienerwerber der Partner bei den dabei abzuſchließenden Verträgen. Sobald nun eine Begebung von Aktien getätigt werden ſoll, ergeben ſich Rechtsbeziehungen und Rechtsverhältniſſe der bei der Emiſſion Beteiligten, deren Darlegung die folgenden Ausführungen dienen mögen.

Im Anſchluß hieran ſei jedoch noch auf eine weitere, in der jüngſten Zeit entſtandene Beziehung aufmerkſam gemacht: auf die Tätigkeit des Treuhänders beim Emiſſionsgeſchäft.

---

[1]) Vgl. A. Weber, in ſeinem Buch: Depoſiten- und Spekulationsbanken.
[2]) Vgl. R. Heim, a. a. O. S. 4.

§ 5.

Die Banken und der Treuhänderbegriff

Es iſt zuweilen die Beobachtung zu machen, daß die Banken in ihrer Emiſſionstätigkeit als Treuhänder bezeichnet werden. Ob dieſe Bemerkung von Leuten ſtammt, die ſowohl über die rechtliche Stellung der Banken bei der Emiſſion von Aktien informiert — noch ob ſie über den Treuhandbegriff ſich voll bewußt ſind — mag dahingeſtellt bleiben. Jedenfalls ſieht der Verfaſſer darin einen Grund, an dieſer Stelle dieſes Zuſammenhangs kurz Erwähnung zu tun.

a) Begriff des Treuhänders und ſein geſchichtlicher Urſprung

Der Begriff „Treuhänder" hat durch Alfred Schultze[1]) folgende Definition erhalten: „Wer Rechte als Eigenrechte empfangen hat mit der Beſtimmung, ſie nicht im eigenen Intereſſe zu gebrauchen, iſt nach einem aus der älteren deutſchen in die moderne deutſche Rechtsſprache übergegangenen Ausdruck ein Treuhänder. Man erwartet von ihm Uneigennützigkeit und Treue im Gebrauch ſeiner Rechte, die empfangende Hand wird als treue Hand (manus fidelis) vermutet". Nach Fr. Mentzel[2]) liegt ein Treuhandverhältnis dann vor „wenn jemand einem anderen aus ſeinem Vermögen einen Gegenſtand mit der Vereinbarung übereignet, daß der andere zwar das übertragene Recht (Eigentum) an dem Gegenſtand in eigenem Namen, aber nicht zu ſeinem Vorteil, ausüben ſoll".[3])

Weſentlich für den Treuhänder iſt alſo, daß er unparteiiſcher Sachwalter für Dritte iſt, der ſelbſt nicht an eigenen Geſchäften intereſſiert ſein darf.[4])

Man wird von einem Treuhänder alſo, wenn man ſchon von Angeſtellten verlangt, daß ſie die Intereſſen ihrer Firma bzw. ihres Chefs wahren, umſomehr verlangen, daß er nur im Intereſſe ſeines Auftraggebers handelt, ſein eigenes Intereſſe völlig ausſchaltet.

Demnach dürfte ſich Treuhänder nur nennen, wer auftragsgemäß und infolge des in ihn geſetzten Vertrauens, zwecks Schutzes der Rechte und Intereſſen dieſes Dritten, Rechte und

---

[1]) A. Schultze, a. a. O. S. 1.
[2]) Vgl. Fr. Mentzel, Kommentar zur Konkursordnung, II. Aufl., 1926.
[3]) Vgl. R. G. Bd. 84, S. 217; Bd. 91, S. 16.
[4]) R. Liefmann, Treuhänder und Treuhandgeſellſchaften im Handwörterbuch der Staatswiſſenſchaften.

Geſchäfte dieſes Dritten nach außen gewiſſermaßen als eigene Rechte und Geſchäfte ausübt bzw. ausführt, ohne ein eigenes perſönliches und materielles Intereſſe und Recht an denſelben zu haben und außerdem keinerlei Geſchäfte auf eigene Rechnung dabei betätigt.[5])

Der Gedanke der treuen Hand iſt kein Begriff, der ſich erſt in der Neuzeit gebildet hat. Die Treuhänderſchaft iſt ſchon im alten germaniſchen Recht bekannt und zwar wurde dieſer altdeutſche Treuhänder als „Salmann" bezeichnet. Im 9. Jahrhundert wird der Treuhänder beſonders in Schenkungsurkunden erwähnt. Dieſer „Salmann" wird zum rechtmäßigen Eigentümer der Schenkung eingeſetzt, damit er aber nach dieſer Beſitzübertragung an ihn die Schenkung, z. B. an die Kirche, als zu eigen übertraget.[6])

b) Vorkommen des „Treuhänders" im Geſetz

In den Kommiſſionsberatungen des Reichstages über das BGB. iſt bei den Erörterungen über den Pfandhalter (§ 1189 BGB.) zum erſten Male auch vom Treuhänder die Rede. Im BGB. ſelbſt hat man noch auf dieſe Bezeichnung verzichtet, wenngleich natürlich manche Aufgaben des Vertreters als Treuhandfunktionen hätten bezeichnet werden können.

Erſt das Hypothekenbankgeſetz vom 13. 7. 1899, das ſich ergänzend und fortbildend an den § 1189 BGB. anſchließt, bringt zum erſten Mal den Namen Treuhänder in einem deutſchen Reichsgeſetz. Derſelbe iſt hier zur Wahrung der Intereſſen der Pfandbriefgläubiger beſtellt, kann Eintragungen der Hypotheken in das Hypothekenregiſter ſowie die Mitverwahrung der Urkunden und des zur Deckung beſtimmten Geldes, endlich die Einſichtnahme in die Bücher und Schriften der Bank, verlangen.

In der Nachkriegszeit werden der Begriff „Treuhänder" und auch die Treuhandgeſellſchaften ſelbſt wieder im Geſetz aufgenommen. Ferner wurden öffentliche Treuhänder beſtellt im Zuſammenhang mit dem Londoner Abkommen über die Reparationsleiſtungen nach dem Induſtriebelaſtungsgeſetz von 1924.

c) Die Bedeutung der Treuhandgeſellſchaften beim Emiſſionsgeſchäft

Die Ausführung der Aufgaben eines „Treuhänders" wird heute meiſt von den „Treuhandgeſellſchaften" beſorgt. Sie ſind es, die, allerdings erſt ſeit verhältnismäßig wenig Jahren, die Funktionen des Treuhänders zum Gegenſtand ihrer Betätigung

---

[5]) Vgl. P. Gerſtner, a. a. O. S. 56.
[6]) P. Roth, a. a. O. S. 3 ff.

gemacht und eine beachtenswerte Stellung im Wirtſchaftsleben erlangt haben. Denn ſie haben ihre Tätigeit in dieſer Richtung hin ausgebaut und wir ſehen ſie heute neben der reinen Treuhändertätigkeit auch die Arbeit der Reviſoren ausüben. Zu ihren bedeutendſten Aufgaben gehören demnach Bilanzaufſtellungen und Bilanzprüfungen von Unternehmungen; und damit übernehmen ſie das Tätigkeitsgebiet der Banken, wenn ſie z. B. die Unterlagen liefern oder durchprüfen, die ihrerſeits die Grundlagen zu den Angaben im Proſpekt werden, der bei der Aktienmiſſion erſt die Zulaſſung der Wertpapiere zum Börſenhandel bewirken kann.

Im allgemeinen werden von den Unternehmungen die Treuhandgeſellſchaften mit der Prüfung der Bücher beauftragt. Da es ſich hier um geſchulte Kräfte handelt, wird eine Nachprüfungspflicht der Emittenten nicht mehr in Frage kommen, vorausgeſetzt, daß dieſe Treuhandgeſellſchaften Nachprüfungen angeſtellt hat und das Emiſſionshaus Einſicht in dieſe Gutachten nehmen konnte. Stellen ſich trotz des Gutachtens nachträglich Mängel heraus, ſo trifft das Emiſſionshaus kein Verſchulden, es ſei denn, daß es die Unregelmäßigkeiten gekannt hat. Hat es ſich nachgewieſenerweiſe in grob fahrläſſiger Weiſe auf das Gutachten verlaſſen, ſo haftet es, ebenſo wenn es ein Gutachten unberückſichtigt ließ, das eine Mangelhaftigkeit feſtgeſtellt hatte.

Das Verhältnis zwiſchen Treuhandgeſellſchaft und Banken wird durch einen beſonderen Vertrag vereinbart, in dem dieſe Fragen geregelt ſind.

Von einer reinen Treuhändertätigkeit der Banken bei der Emiſſion von Aktien kann nach Maßgabe der Aufgaben des Treuhänders und nach der zugrunde gelegten Begriffsbeſtimmung m. E. nicht geſprochen werden.

1. Hauptteil

Die Rechtsstellung der Emissionsbanken

I. Abschnitt

Die Rechtsverhältnisse gegenüber Gründern

§ 6.

Die Stellung im Falle der festen Uebernahme

Von den beiden Arten der Gründungen von Aktiengesellschaften, nämlich der der Simultan- und der Successivgründung, ist die Simultangründung die regelmäßige. Diese vollzieht sich in der Weise, daß sich eine bestimmte Zahl von Interessenten bereit erklärt, die vorhandenen Papiere zu übernehmen. Nicht unbedingt notwendig ist dabei, daß die Gründer selbst die Papiere übernehmen. Diese ersten Aktionäre haben im allgemeinen durchaus nicht die Absicht, die Papiere zu behalten. Sie versuchen vielmehr, dieselben unter Einziehung eines möglichst großen Gewinnes wieder abzustoßen. Ihr Gewinn kommt durch die Differenz des im Parikurs berechneten Uebernahme- und Verkaufspreis der Papiere zustande.

Deshalb ist auch die Successivgründung hier ohne Bedeutung; denn der scheinbar erzielte Gewinn der Ueberpari-Emission bedeutet für die Gründer keinen Gewinn, da derselbe nach den Vorschriften (§ 262, Ziff. 2) des Handelsgesetzbuches in den Reservefonds fließen muß.[1])

In den meisten Fällen sind bei Gründungen von Gesellschaften größere Banken führend beteiligt; einmal, da das Emissionsgeschäft für das die Transaktion durchführende Bankhaus im allgemeinen einen doch erheblichen Gewinn abwirft, andererseits es auch im Interesse der anderen Gründer liegt, durch eine angesehene Bank, die über einen bedeutenden Emissionskredit verfügt, unterstützt zu sein; denn dieselbe besitzt zumeist einen großen Kundenkreis und hat selbst Interesse daran, im Geschäft zu bleiben.

Diese Verkäufe von Seiten der ersten Aktionäre können sich auf verschiedene Weise gestalten.

Das Bankhaus kann von den Gründern beauftragt werden, die Papiere in ihrem Namen und für ihre Rechnung zu verkaufen. In diesem Falle handelt die Bank als geschäftsführendes Mitglied der Gründervereinigung und auf dieses Rechtsverhältnis finden die Regeln des bürgerlichen Gesetzbuches über die Gesellschaft Anwendung (§§ 705 ff. BGB.).

---

[1]) W. Lotz, Technik des Emissionsgeschäftes.

Denſelben Vorſchriften des BGB. unterliegt das folgende Rechtsverhältnis, bei dem das Emiſſionshaus auch zum Verkäufer der Papiere, aber in eigenem Namen und für Rechnung des Konſortiums beſtimmt iſt. Es wäre verfehlt, hier von einem Kommiſſionsvertrag zu reden, denn das Bankhaus iſt hier nicht Kommiſſionär im Sinne des § 383 HGB.[2]).

Ein weiterer Weg iſt die Bildung von Konſortien im engeren Sinne. Iſt das der Gründervereinigung als Mitglied angehörige Bankhaus nicht unmittelbar in der Lage, die Papiere zu begeben, — ſei es, daß der ihm zur Verfügung ſtehende Kundenkreis zu klein iſt, ſei es, daß andere Hinderniſſe dem im Wege ſtehen — ſo kann das Konſortium vereinbaren, daß dieſes Bankhaus mit anderen Banken zuſammen ein Konſortium im engeren Sinne bilde, um für Rechnung des Gründungskonſortiums in deſſen oder in eigenem Namen den Erfolg herbeizuführen. Und zwar vergibt das führende Bankhaus an die anderen Banken ſog. Kontingente, d. h. beſtimmte Beteiligungsquoten der zu begebenden Aktienmenge mit der Beſtimmung, daß bei Auflöſung dieſes Konſortiums im engeren Sinne jedes Mitglied desſelben entſprechend der prozentualen Beteiligung einen Teil der übriggebliebenen Aktien übernehmen muß. Gelingt es dem erſtgenannten Emiſſionshaus, derartige Verträge abzuſchließen, dergeſtalt, daß die Summe der zu begebenden Aktien untergebracht iſt, ſo ſind die Gründer bei Abſchluß dieſer Verträge bereits von der übernommenen Aktienſumme befreit und das Riſiko der Unterbringung trägt das Konſortium im engeren Sinne. Die Stellung des Bankhauſes als geſchäftsführendes Mitglied ſowohl in der Gründervereinigung als auch im Begebungskonſortium iſt rechtlich nach den Vorſchriften des bürgerlichen Geſetzbuches über die Geſellſchaft zu beurteilen (§§ 705 ff.).

In anderen Fällen hat das Gründungskonſortium die Aktien freihändig verkauft. Dieſe, oder deren Nachfolger — es iſt nicht immer üblich, daß durch das Gründungskonſortium die Emiſſion unmittelbar erfolgt, es können vielmehr noch andere Perſonen inzwiſchen als Käufer aufgetreten ſein — wollen ſich aber ihrer Aktien entledigen. Sie können nun ein Bankhaus, ſei es, daß dasſelbe dem Gründungskonſortium angehört oder nicht, dafür gewinnen, daß es die geſamte Aktienſumme für einen beſtimmten Betrag „feſt übernimmt". Die Letztinhaber der Aktien ſind demnach die Verkäufer, das Bankhaus tritt als Käufer auf. Die Bank mag ſich wohl dabei von den großen Gewinnchancen leiten laſſen, die ſich ihr bieten, wenn die Emiſſion mit Erfolg durchgeführt werden kann; ſie hat aber andererſeits dafür ein großes Riſiko

[2]) Vgl. R. G. Bd. 56, S. 297.

zu tragen. Nicht ſelten behält das betreffende Bankhaus einen Teil der zu emittierenden Papiere im eigenen Beſitz, um ſich auf die Geſellſchaft noch einen gewiſſen Einfluß zu ſichern.

Das Bankhaus nimmt dabei als Käufer mit ſeinen Rechten und Pflichten dieſelbe Stellung dem Verkäufer gegenüber ein, wie ſie jeder andere Käufer gegenüber dem als Verkäufer auftretenden Bankhaus hat.

§ 7.

Die Emiſſionsbank als Kommiſſionär

Das Bankhaus wird in den meiſten Fällen von Anfang an verſuchen, die chancenreichſte Stellung bei dem Emiſſionsgeſchäft einzunehmen. Es iſt deshalb ſehr oft möglich, daß das Emiſſionshaus ſich zu keinem feſten Abſchluß entſchließt. Die Gründe dafür mögen darin zu ſuchen ſein, daß der vom Emiſſionshaus der Gründergeſellſchaft offerierte Uebernahmekurs zu niedrig erſcheint, daß ſich dieſe von einem freihändigen Verkauf an der Börſe oder von einer Auflegung der Aktien zur Subſkription mehr verſpricht — oder aber auch, daß das Emiſſionshaus nur einen Teil der Aktien feſt übernimmt.[1]) Hier wird mit dem Emiſſionshaus ein Vertrag abgeſchloſſen, demzufolge dasſelbe die Aktien kommiſſionsweiſe im Vertrieb nimmt, d. h. daß es die Aktien in eigenem Namen aber für fremde Rechnung zu verkaufen ſich verpflichtet.

Da das Bankhaus gewerbsmäßig derartige Verkäufe tätigt — und das Handelsgeſetzbuch unter einem Kommiſſionär denjenigen verſteht, der gewerbsmäßig Waren oder Wertpapiere als indirekter Stellvertreter verkauft, ſo finden die Vorſchriften des H. G. B. (§§ 385 ff.) auf dieſe Tätigkeit der Bank Anwendung. Die Gründer oder die Gründergeſellſchaft oder die Aktiengeſellſchaft ſind die Kommittenten.

An dieſer Stelle ſei nochmals an die rechtliche Stellung des Emiſſionshauſes erinnert, die im § 6 beſprochen wurde und die von der hier erörterten dadurch verſchieden iſt, daß im vorſtehenden Kapitel die Bank — auch in eigenem Namen und für Rechnung eines Gründers — oder Uebernahmekonſortiums — aber als deren Mitglied die Aktien verkauft, wohingegen in dieſem Falle dieſes Tatbeſtandsmerkmal fehlt, wodurch ſich eben die Stellung als Kommiſſionär ergibt.

Die rechtliche Natur des Kommiſſionsvertrages iſt beſtritten.[2]) Er wird zum Teil als Dienſtvertrag, zum Teil als Werkvertrag betrachtet.[3]) Es wurde betont, daß ſowohl der Rahmen des Dienſt- wie des Werkvertrages zu eng ſei. Das macht ſich bemerkbar, wenn ein Kommiſſionär den Auftrag erhalte, Papiere in den Verkehr zu bringen, ſie aber nicht unter einem beſtimmten Kurs zu verkaufen; unter Umſtänden wird es für den Kommiſſionär zur Notwendigkeit, Ankäufe bzw. Rückkäufe für eigene Rechnung

---

[1]) Vgl. R. Heim, a. a. O. S. 11

[2]) Düringer-Hachenburg, Bd. 3, S. 522 ff.; Holdheim's Monatsſchrift 1907, S. 51 ff.; Staub, Anm. 19 zu § 383 H. G. B.

[3]) Coſack, § 47, S. 191; Vgl. auch obige Fußnote [2]).

außerhalb des eigentlichen Auftrages vorzunehmen, damit der Kurs nicht zu ſinken tendiert. Die Aufgaben des Kommiſſionärs, wozu z. B. vorgenannte Tätigkeit bei richtiger Ausführung m. E. gehören muß, wären höchſt kompliziert. Sie würden ſich nicht unter die Normen des bürgerlichen Rechtes zwingen laſſen.[4])

Nach Maßgabe dieſes Sachverhaltes erſcheint es am richtigſten, den Kommiſſionsvertrag als einen Vertrag ſui generis aufzufaſſen; ergänzend ſind aber die Vorſchriften des BGB. über den Werkvertrag in Anwendung zu bringen, nicht die des Dienſtvertrages.

Das erhellt am beſten daraus, daß das als Kommiſſionär tätige Bankhaus erſt eine Proviſion fordern kann, wenn das Geſchäft zuſtande gekommen iſt. Ausgenommen die Fälle, bei denen dem Bankhaus die Proviſion zu zahlen auch bei Nichtausführung des Geſchäftes u. U. als ortsüblich zugebilligt wird. Jedoch dürfte dieſer Fall ſelten vorkommen; ebenſo wenn der Grund für das Nichtzuſtandekommen des Geſchäftes in der Perſon des Kommittenten ſelbſt liegt, alſo ein Verſchulden von dieſer Seite den Erfolg verhinderte. Es kommt alſo weniger auf einzelne Dienſtleiſtungen an, ſondern vor allem auf das Zuſtandekommen des Geſchäftes, auf den Erfolg; und dies iſt maßgebend für die Entrichtung der Proviſion an das Bankhaus. Der Erfolg aber iſt dann als umſo durchſchlagender eingetreten anzuſehen, je mehr es dem Kommiſſionär gelungen iſt, eine möglichſt große Stückzahl von Aktien abzuſetzen; der Vertrag, der zwiſchen Bank als Kommiſſionär einerſeits und den Kommittenten andererſeits dieſe Tatbeſtandsmerkmale feſtgelegt hat, ſchließt auch eine Geſchäftsbeſorgung in ſich und es finden demzufolge die Vorſchriften des Bürgerlichen Geſetzbuches über den Auftrag Anwendung (§ § 662 ff.) Die Pflichten des Bankhauſes bei der Kommiſſionstätigkeit ſind in den § § 384 ff. H. G. B. feſtgelegt. Darnach hat das Bankhaus die Pflicht, das übernommene Geſchäft mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes auszuführen, ferner hat es die Intereſſen der Kommittenten wahrzunehmen und deren Weiſungen auszuführen; es hat die Pflicht, den Auftraggebern die erforderlichen Nachrichten zukommen zu laſſen, Rechenſchaft abzulegen und das aus der Geſchäftsbeſorgung Erlangte an dieſelben herauszugeben. Handelt das Bankhaus entgegen dieſen Vorſchriften, ſo macht es ſich ſchadenserſatzpflichtig gemäß §§ 384, 385 H. G. B. Inwieweit aber die Intereſſen der Kommittenten zu wahren ſind, kann u. U. recht zweifelhaft ſein. Mit Recht ſtellen ſich Staub[5])

---

[4]) Vgl. R. Heim, a. a. O. S. 10,

[5]) Vgl. Staub, Anm. 3 zu § 385 HGB.

und Coſack[6]) auf den Standpunkt, daß dieſe Schadenserſatzverpflichtung des Kommiſſionärs nur dann begründet erſcheint, wenn die Abweichung von den erteilten Weiſungen eine ſchuldhafte iſt. Im allgemeinen wird in den Kommiſſionsverträgen den Banken ein gewiſſes Maß von Handlungsfreiheit zugeſtanden, die ja auch im Intereſſe der Kommittenten liegt; denn die Bank muß oft nach wirtſchaftlichen Geſichtspunkten handeln und würde durch allzu genaue Befolgung rechtlicher Weiſungen an der Erzielung eines Erfolges gehindert ſein. Ob ſie ihrem Auftraggeber nach Maßgabe des Sachverhaltes Nachricht zukommen laſſen muß oder nicht, richtet ſich nach der Dringlichkeit des Handelnmüſſens; z. B. wenn mit dem Aufſchub Gefahr verbunden wäre nach § 665 BGB.

Wenn wir einen praktiſchen Fall annehmen wollen, ſo kann das Emiſſionshaus aus freier Entſchließung heraus, ohne vorherige Benachrichtigung ſeines Auftraggebers, die Aktien zu dem beſtmöglichſten Kurs, das kann evtl. ſogar unter dem Kurslimit ſein, abſetzen, wenn durch plötzlichen Eintritt unvorhergeſehener Ereigniſſe wirtſchaftlicher oder politiſcher Natur ein ſofortiger Kursſturz mit längerer Nachwirkung bevorſteht.

Eine weitere Verpflichtung iſt dem Kommiſſionär durch das Verbot der unerlaubten Kreditgewährung an den Aktienkäufer und in der Haftung für Nichterfüllung des Kaufgeſchäftes von Seiten der Zeichner auferlegt. § 393 H. G. B.

Die Folge des unerlaubten Kreditgewährens beſteht darin, daß der Kommiſſionär auf eigene Gefahr handelt und dem Kommittenten ſofort als Schuldner den Kaufpreis zu zahlen hat. § 393, III H. G. B.

Nach § 387 H. G. B. hat das Bankhaus, das durch Erreichung eines höheren als des ihm geſetzten Kurſes einen dementſprechenden Gewinn erzielt hat, dieſen Gewinn ſeinem Auftraggeber zufließen zu laſſen. Es gehört ja zu den Pflichten des Bankhauſes, einen möglichſt hohen, jedoch dem inneren Wert des Papieres entſprechenden Kurs zu erzielen. Wie weit das Bankhaus zu dieſer Kurſteigerung ſelbſt mitwirken kann, wird generell ſich nicht feſtlegen laſſen. Die allgemeinen und ſpeziellen Marktverhältniſſe und die politiſche Lage ſpielen dabei eine nicht unweſentliche Rolle. Jedoch muß das Emiſſionshaus mit äußerſter Vorſicht an die Begebung der Aktien herangehen, wenn durch allzu raſches Auf-den-Markt-bringen der Aktien der Kurs zurückzugehen droht. In dieſem Zuſammenhang kann für das Bankhaus die Notwendigkeit eintreten, ſich zu Aktienrückkäufen zu

6) Vgl. Coſack, § 47.

entſchließen, wenn die nötige Vorſicht außer Acht gelaſſen wurde. Beruht dagegen der Kursrückgang auf anderen Urſachen z. B. höherer Gewalt, oder auf plötzlich aufgetretenen ungünſtigen Nachrichten über die Aktiengeſellſchaft ſelbſt, ſo wird man hier niemals von einer Pflicht zum Aktienrückkauf durch das Bankhaus reden können, beſteht doch nicht die geringſte Ausſicht, dadurch den Kurs der Papiere zu beſſern.

Das Bankhaus iſt nicht grundſätzlich verpflichtet, für die Erfüllung der Vertragsverpflichtungen der Perſonen, mit denen es die Verkäufe abſchließt, einzuſtehen. § 394 H. G. B. Es kann jedoch im Vertrag zwiſchen Kommittenten und Kommiſſionär ausbedungen oder Handelsbrauch ſein. Die Uebernahme einer ſolchen Haftung des Kommiſſionärs, die den Namen Delcrederehaftung führt, iſt nach Saling bei allen deutſchen Börſen Brauch.[7]) Dafür wird eine beſondere Proviſion, die Delcredere-Proviſion bezahlt.[8])

Im folgenden ſei nun auf die Rechte des Bankhauſes als Kommiſſionär hingewieſen. Für die Tätigkeit als Kommiſſionär erhält die Bank die vertraglich feſtgeſetzte Proviſion, wenn das Geſchäft erfolgreich zuſtandegekommen iſt (§ 396 H. G. B.) Nur, wenn der Grund der Nichtausführung beim Kommittenten liegt, iſt dieſelbe auch ohne Zuſtandekommen des Geſchäftes an die Bank zu bezahlen. Im allgemeinen wird bei dem kommiſſionsweiſen Vertrieb von Papieren dem Bankhaus keine Proviſion zugebilligt, ſondern die Entlohnung wird in dem Gewinn liegen, der dem Bankaus zufließt durch den Verkauf der Aktien zu einem höheren Kurs als es ſelbſt dafür bezahlt hatte; d. h. der Bank wird ein niedrigerer Kurs angerechnet als zu welchem die Papiere dem Publikum angeboten werden. Für die Aufwendungen, die das Emiſſionshaus in Ausübung ſeiner Tätigkeit als Kommiſſionär zu machen hatte, ſteht ihm Erſatz nach Maßgabe der Vorſchriften des BGB. §§ 670—675 zu.

Wie jeder Kommiſſionär hat auch das Emiſſionshaus das Recht des Selbſteintrittes. Von einer Mitteilungspflicht in jedem einzelnen Fall wird in dem zwiſchen Kommittenten und Kommiſſionär geſchloſſenen Vertrag Abſtand genommen werden.

Es beſtünde zunächſt die Möglichkeit, dieſes Recht zu Ungunſten der Kommittenten zu mißbrauchen, nämlich auf Koſten des Kommittenten zu ſpekulieren, ſich ſelbſt dabei erheblichen Gewinn zu ſichern. Es könnten die Wertpapiere in großen Maſſen auf den Markt geworfen werden, der Kurs würde ſinken, und das Emiſſionshaus würde durch Selbſteintritt ſich der Papiere zu

---

[7]) Salings Börſenpapiere.
[8]) E. Sehling. a. a. O. S. 305.

niederem Kurs bemächtigen. Durch langſames Zurückfließenlaſſen an den Markt würde der Kurs ſich ſteigern, unterſtützt natürlich durch geſchickte Operationen an der Börſe und durch Einflußnahme auf den eigenen Kundenkreis. Die Papiere könnten dann mit größtem Gewinn veräußert werden. Die Möglichkeit des Selbſteintrittes iſt durch § 400 H. G. B. auf einen beſtimmten Kreis von Wertpapieren beſchränkt. Und zwar nur für ſolche Papiere, deren Kurs amtlich feſtgeſtellt wird. Dieſe amtliche Notierung aber iſt ihrerſeits erſt möglich, wenn das Papier an der Börſe durch die Zulaſſungsſtelle geprüft und zum Börſenhandel zugelaſſen iſt. Dieſe Zulaſſung wiederum iſt von der Geſamtſumme der für den Börſenhandel beſtimmten Papiere abhängig.[9]) Das Recht des Selbſteintrittes gewährt dem Kommiſſionär bei den amtlich notierten Papieren ohne Zweifel gewiſſe Vorteile. Die Banken wollen nun dies Recht, das ſie nach dem H. G. B. nur in begrenztem Umfange haben, auch auf amtlich nicht notierte Papiere ausdehnen, die vor allem von Banken zu Banken gehandelt werden. Sie nehmen dies in ihre allgemeinen Geſchäftsbedingungen auf und behaupten eine ſtillſchweigende Zuſtimmung der Kunden. Demzufolge iſt die übliche Klauſel: „Bei allen Aufträgen ſind wir Selbſtkontrahenten" in dieſem Sinne auszulegen. Das Bankhaus denkt hier ohne Zweifel an ein Kommiſſionsgeſchäft, nicht an einen einfachen Kauf und Verkauf. Aber auch der Kommittent hat ein Intereſſe daran, denn er will die Schutzbeſtimmungen, die das HGB. ihm gewährt, — nach § 392 Uebergang der Forderungen, Ausſonderungsrecht beim Konkurs des Bankhauſes, beſonders aber die Konkursvorrechte nach § 7a der Novelle zum Depotgeſetz vom 21. Nov. 1923 — nicht miſſen.[10])

Es ſoll hier nicht unterſucht werden, ob die „allgemeinen Geſchäftsbedingungen", die namentlich im Verkehr der Großbanken eine Rolle ſpielen, „eine beſondere Vereinbarung" über den Inhalt der Verträge für jeden einzelnen Fall überflüſſig machen oder ob ſie den Geſchäftsverkehr überhaupt einheitlich regeln ſollen[11]). Sehling iſt der Anſicht, daß auch Stempelfragen hier mit hineinſpielen[12]). Weſentlich iſt, daß derartige „allgemeine Geſchäftsbedingungen" auch dann, wenn ſie dem Käufer nicht bekannt waren, binden können, wenn anzunehmen war, daß ſolche beſtanden, und daß das Emiſſionshaus nur auf dieſer Baſis abſchließe, und daß ſie ſo veröffentlicht waren, daß der Käufer

---

[9]) Vgl. Salings Börſenpapiere, S. 291.
Nach der Verordnung über Goldbilanzen vom 28. XII. 1923 paſſen aber die Vorſchriften dieſer Art nicht mehr. An Stelle des Bundesrates iſt der Reichsrat getreten, die Befugniſſe der Landesregierungen ſind geblieben.

[10]) Vgl. E. Sehling, a. a. O. S. 307/8.

[11]) Vgl. R. R. 105, S. 291.

[12]) E. Sehling, a. a. O. S. 308.

ſie kennen mußte, wenn er ſich dieſer Kenntnis nicht verſchließen wollte.[13]) Immerhin iſt der Kommittent durch die Vorſchriften §§ 384, Abſ. I u. II, 401 u. 402 H. G. B. reichlich gedeckt, ſodaß eine Schädigung des Kreditſuchenden doch ausgeſchloſſen iſt, es auch heute nicht im Intereſſe des Bankhauſes liegt, ſein Anſehen durch zweifelhafte Manipulationen zu ſchädigen und vielleicht dadurch eine gewinnbringende Geſchäftsverbindung zu verlieren, die bei gutem Gelingen immer zuſtande zu kommen pflegt.

[13]) R. G. 105, S. 86.

§ 8.

Die Aktienbegebung im Namen der Gründer.

Kommt zwiſchen Gründern und Emiſſionshaus ein Vertrag zuſtande, demzufolge das Bankhaus die Aktien im Namen und für Rechnung der Gründer zu verkaufen ſich verpflichtet, ſo liegt nach § 675 BGB. ein Werkvertrag vor, der auf eine Geſchäftsbeſorgung gerichtet iſt.[1])

Somit finden teils die Vorſchriften über den Werkvertrag, teils die über den Auftrag Anwendung. Das Rechtsverhältnis iſt das gleiche wie das zwiſchen dem Emiſſionshaus als Kommiſſionär und den Kommittenten — wie es im vorhergehenden Abſchnitt behandelt wurde — lediglich mit dem Unterſchied, daß die Beſonderheiten jenes Vertrages hier nicht gelten. Das Entgelt für die Tätigkeit wird immer in Proviſion beſtehen. Das Emiſſionshaus iſt an die Weiſungen ſeines Auftraggebers gebunden, es muß namentlich das vorgeſchriebene Kurslimit einhalten. Nur inſoweit kann es von den Anweiſungen abweichen, als es nach verſtändiger Würdigung den Umſtänden gemäß annehmen darf, daß der Auftraggeber ſein Einverſtändnis dafür gewähren würde. Nach Abzug ſeiner Proviſion hat er das aus der Tätigkeit Erlangte herauszugeben, Das Bankhaus hat für Vorſatz und Fahrläſſigkeit zu haften und hat, da das Geſchäft für dasſelbe ein Handelsgeſchäft bedeutet, für die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes nach § 347 H. G. B. einzuſtehen.

Dieſe Art der Aktienbegebung, bei der das Bankhaus im Namen und für Rechnung der Gründer die Papiere veräußert, hat für die Praxis wenig oder faſt gar keine Bedeutung. Dies erklärt ſich daraus, daß ein großer Teil, ja man kann ſagen, der größte Teil der Käufer von Aktien eines neuen Unternehmens ſich bei ſeinem Kauf auf das Anſehen des emittierenden Bankhauſes verläßt, weil ihm die Solvenz des betreffenden Bankinſtitutes bekannt iſt. Wenn der Käufer mit dem Bankhaus in keinerlei Vertragsverhältnis tritt, ſondern nur mit dem Kreditſuchenden, der ihm überdies völlig unbekannt iſt, ſo wird er einer derartigen Emiſſion ſehr zurückhaltend gegenüberſtehen. *)

---

[1]) Coſack, a. a. O. S. 323.

*) Bei der Emiſſion von Staatsanleihen iſt die Rechtsgeſtalt, in der das Emiſſionshaus mitwirkt, für das Publikum nicht von ſolcher ausſchlaggebender Bedeutung; deshalb findet ſich ſehr häufig ein Vertrag auf Verkauf von Wertpapieren, meiſtens (Staats)-Anleihen im Namen der Kreditſuchenden. (Vgl. R. Heim, a. a. O. S. 18).

II. Abſchnitt

Die Rechtsverhältniſſe der Emiſſionsbank.

§ 9.

Rechtsverhältniſſe bei Errichtung von Zeichnungsſtellen.

Es liegt im Intereſſe der Aktieninhaber bzw. des Emiſſionshauſes oder des (beauftragten) Konſortiums, eine Emiſſion, insbeſondere von größeren Werten, raſchmöglichſt und erfolgreich zu bewerkſtelligen. Um dies zu erreichen, treten die oben genannten Intereſſenten mit ihren Bankfilialen und den ihnen nahe ſtehenden, bereits durch geſchäftliche Beziehungen verſchiedener Art befreundeten Banken, möglichſt an allen größeren Plätzen in Verbindung und erſuchen ſie, durch Zuſicherungen irgendwelcher Vorteile, Proviſionen, Entgegenkommen ihrerſeits, Zeichnungen für ſie auf die zu begebenden Werte entgegenzunehmen.

Durch Zeitungsinſerate, durch Verteilung von Zirkularen wird das Publikum auf ſolche „Zeichnungsſtellen" aufmerkſam gemacht und gleichzeitig aufgefordert, ſich dieſer beim „Zeichnen" der zur Begebung kommenden Papiere zu bedienen, Der Begriff der Zeichnungsſtelle umfaßt die Aufgabe eines Bankhauſes, Zeichnungen auf die zu emittierenden Werte entgegenzunehmen und ſie an das Emiſſionshaus zu übermitteln. Heim[1]) will eine Unterſcheidung geltend machen zwiſchen Zeichnungsſtellen im engeren und Zeichnungsſtellen im weiteren Sinne; unter letzterer Bezeichnung ſollen alle die Banken verſtanden ſein, die in dem Proſpekt überhaupt aufgeführt ſind — ſeien es nun Emiſſionshäuſer oder aber auch Zeichnungsſtellen im engeren Sinne.

Das Rechtsverhältnis, das zwiſchen Zeichnungsſtelle und Emiſſionshaus beſteht, iſt als ein Werkvertrag anzuſehen, dem eine Geſchäftsbeſorgung zugrunde liegt. Sind der Zeichnungsſtelle keine weiteren Befugniſſe eingeräumt, ſo nimmt ſie den Zeichnern gegenüber die Stellung eines Bevollmächtigten des Emiſſionshauſes ein, der Zeichnungen, evtl. auch Zahlungen „im Auftrage und für Rechnung" ſeines Auftraggebers entgegennimmt.[2])

Für die rechtliche Stellung der Zeichnungsſtellen dem kaufenden Publikum gegenüber iſt § 164 BGB. maßgebend, nach dem ſich das Auftreten nach außen regelt.[3]) Dieſes ergibt ſich wiederum aus den übrigen Bekanntmachungen des Proſpektes. Demnach kann die Zeichnungsſtelle als bloßes Erklärungswerkzeug, als Bote

---

[1]) Vgl. R, Heim, a. a. O. S. 14.
[2]) R. G. Bd. 56, S. 297.
[3]) Vgl. Goldſchmidt. Der Lucca-Piſtoja Aktienſtreit, S. 15.

auftreten, der den Verkehr des Publikums mit dem Emiſſionshaus zu vermitteln hat.[4]) Das R. O. H. pflegt in Zweifelsfällen dieſe Stellung immer anzunehmen[5]), während wieder andere Zeichnungsſtellen auch die Befugnis haben, von ſich aus Kaufaufträge mit dem Publikum im Namen und für Rechnung der Auftraggeber abzuſchließen.

Da die einzelnen Zeichnungsſtellen im allgemeinen beſſer orientiert ſind über Kreditwürdigkeit und Qualität der Zeichner und darüber, ob dieſelben die Werte nur zu Spekulationszwecken benützen oder nicht, wird das emittierende Bankhaus die Zuteilung der einzelnen Stücke den Zeichnungsſtellen überlaſſen und wir können von dieſen als Zeichnungsſtellen im weiteren Sinne ſprechen. Es muß aber vorher die Quote feſtgeſtellt worden ſein, die bei einer Reduktion auf die Zeichnungsſtelle trifft.

Welche Stellung die Zeichnungsſtelle, ob in engerem oder weiterem Sinne, jeweils einnimmt, wird aus den Bekanntmachungen hervorgehen. In letzterem Fall werden dieſe den Zuſatz enthalten: „Die Zuteilung der Werte unterliegt dem freien Ermeſſen der einzelnen Zeichnungsſtellen" – oder auch: „Früherer Schluß der Zeichnung iſt dem Ermeſſen der Zeichnungsſtelle vorbehalten." In dieſen Fällen tritt alſo die Zeichnungsſtelle als Bevollmächtigte des emittierenden Bankhauſes auf.

Hat Vorſtehendes das Außenverhältnis der Zeichnungsſtellen, ſofern nicht noch andere Umſtände eine Aenderung dieſer Auffaſſung rechtfertigen, zu der Emiſſionsbank gekennzeichnet, ſo bildet ſich das Innenverhältnis nach dem Vertrag, der der Geſchäftsverbindung zwiſchen Zeichnungsſtelle und Emiſſionshaus zugrundeliegt. Dies wird in der Regel auch ein Werkvertrag ſein, und ſomit würden die Vorſchriften des § 675 BGB. auch hier Anwendung finden.

---

[4]) Vgl. R. O. H. Bd. 17, S. 51; Bd. 18, S. 183.
[5]) Ebenſo Endemann, Handbuch No. 3, S. 867.

§ 10

Rechtsverhältniſſe bei der Bildung von Konſortien

Es iſt wohl heute zur Regel geworden, daß bei Emiſſionsgeſchäften von weittragender Bedeutung, wo es ſich um Finanzoperationen handelt, die den internationalen Geldmarkt in Anſpruch nehmen müſſen, mit Rückſicht auf „die Liquidität der Bilanz und in Hinſicht auf die Verteilung des perſönlichen, ſachlichen, räumlichen und zeitlichen Riſikos"[1]), ſogenannte Konſortien oder Syndikate gebildet werden. Das Geſchäft wird demnach nicht von einer einzigen Firma, ſondern von Vereinigungen von Banken unter einheitlicher Führung getätigt; es trägt den Namen „Konſortialgeſchäft" und iſt auf Grund eines oder mehrerer Verträge zuſtandegekommen.

Selbſt bei ausſichtsreichſten Geſchäften und bei einer im Zeitpunkt der Emiſſion glänzenden Marktlage verlangen die Hauptgrundſätze jeder geſunden Bankpolitik Liquidität der Bilanz und Verteilung des Riſikos auch bei vorausſichtlich raſcher und reibungsloſer Abwicklung; Befolgung dieſer Grundſätze führt dazu, daß das Emiſſionshaus mit Geſchäftsfreunden Konſortialgeſchäfte abſchließt; denn jedes Bankinſtitut muß damit rechnen, daß die politiſche und wirtſchaftliche Konſtellation ſich verſchieben und einer Hochkonjunktur ſehr raſch eine Kriſe folgen kann, deren Verlauf und mutmaßliche Dauer ſchwer zu fixieren ſein werden.

Das Konſortialgeſchäft iſt ein Vertrag, kraft deſſen ſich mehrere Banken zur Uebernahme und Begebung von Wertpapieren für gemeinſame Rechnung vereinigen. Derartige Zuſammenſchlüſſe ſind zwar auch bei kommiſſionsweiſer Begebung möglich; ihre größte Bedeutung haben ſie jedoch für den Fall der feſten Uebernahme.

Zu unterſcheiden iſt zunächſt zwiſchen dem Uebernahme- und Begebungskonſortium. Das eigentliche Uebernahmekonſortium kann ſelbſt den Abſatz vornehmen. Das Begebungskonſortium kann auch nur aus einem Teil der Mitglieder des Uebernahmekonſortiums gebildet ſein, oder aus vollſtändig anderen Banken und Bankiers. Während es früher die Regel war, daß das leitende Bankhaus die Begebung der Aktien allein bewirkte, iſt jetzt immer mehr die tätige Mitwirkung der Konſortien in den Vordergrund getreten. Zuweilen wird von einem Mitglied des Hauptkonſortiums eine Unterbeteiligung noch anderer Bank-

[1]) Vgl. Rieſſer, Die deutſchen Großbanken und ihre Konzentration im Zuſammenhang mit der Entwicklung der Geſamtwirtſchaft in Deutſchland, S. 301.

inſtitute zwecks gemeinſamer Tragung des auf es entfallenden Gewinnes und Verluſtes erſtrebt. Es kann aber auch der Grund in rein geſchäftlicher Rückſichtnahme zu ſuchen ſein. Eine Unterbeteiligung kann dadurch geſchaffen werden, daß ein Hauptkonſorte befreundete oder ihm bekannte Bankhäuſer an anderen Orten auffordert, als „Unterbeteiligte unter ihnen" einzutreten. Erklären ſich dieſe damit einverſtanden, ſo wird die Quote, die näheren Bedingungen, die das Innenverhältnis regeln, feſtgeſetzt. Im allgemeinen wird der Hauptkonſorte den Unterbeteiligten auch die ihm ſelbſt gewährten Bedingungen zugeſtehen. Es kann aber zwiſchen Hauptkonſorten und Unterkonſortialen eine Vereinbarung getroffen werden, dahingehend, daß Einziehung des auf die betreffende Unterbeteiligung entfallenden Teilbetrages des Kaufpreiſes in bar erfolgen oder daß ein Vorſchießen des Hauptkonſortialen unter entſprechender Zinsvergütung in laufender Rechnung geſchehen ſoll.[2]) Die Führung des Unterkonſortiums liegt bei einem Mitgled des Hauptkonſortiums.

In der heutigen Wirtſchaftsform ſtehen die Konſorten in einem gemeinſamen Geſellſchaftsverhältnis. Sydow dagegen greift als alleinigen Fall den Tatbeſtand heraus, wonach ein Bankhaus die Leitung des Konſortiums übernimmt, nach außenhin als allein berechtigt und verpflichtet in Erſcheinung tritt und die anderen Konſorten zu ihm in geſondertem Geſellſchaftsverhältnis ſtehen.[3]) Meiſt wird bereits zur Uebernahme der Aktien das Konſortium gebildet, das Rifiko wird von Anfang an verteilt und das Uebergewicht des leitenden Bankhauſes beſeitigt. Beide Arten des Konſortialgeſchäftes ſind Gelegenheitsgeſellſchaften im Sinne des alten Handelsgeſetzbuches. Da dieſe Gelegenheitsgeſellſchaften aber in das geltende H. G. B. nicht übernommen wurden, ſo finden auf dieſe Geſellſchaftsform die Vorſchriften des BGB. § § 705 ff. über die Geſellſchaft Anwendung.[4])

Die Literatur iſt ſich über Form und Name nicht einig. Dernburg[5]) unterſcheidet zwiſchen Innen- und Außengeſellſchaften, beide unter den Regeln des § § 705 ff. Coſack teilt in „ſtille und offene Gelegenheitsgeſellſchaften"[6]). Lehmann nennt ſie „ſtille und offene Begebungskonſortien"[7]).

Als „ſtilles" Konſortium, wenn wir uns der Definition Lehmanns anſchließen — iſt dasjenige zu bezeichnen, bei dem das führende Bankhaus allein berechtigt und verpflichtet iſt und

---

[2]) W. Lotz, Die Technik des deutſchen Emiſſionsgeſchäftes, 1890.
[3]) Sydow in Goldſchmidt's Zeitung für das geſamte Handelsrecht, S. 430.
[4]) R. G. Bd. 56, S. 210.
[5]) Dernburg, a. a. O. Bd. 2. S, 533 ff.
[6]) Coſack, a. a. O. S. 830.
[7]) Lehmann, K., a. a. O. S. 113.

die Konſorten in geſondertem Geſellſchaftsverhältnis zu dieſem ſtehen,[8]) als „offenes" dagegen die heute dominierende Form, wie ſie bereits oben erörtert wurde. Es iſt eine irrige Anſicht, den ſtillen Begebungskonſortien einen Kaufvertrag zugrunde zu legen.[9]) Dies zugegeben wäre die Folge, daß der Konſorte einen Teil der Aktien von dem leitenden Bankhauſe unter gewiſſen Nebenabreden zu einem feſten Preis erwerben wolle; ebenſo müßte er das unbeſchränkte Verfügungsrecht über das gekaufte Papier beſitzen. Dies alles trifft aber nicht zu. Eine derartige Konſtruktion würde ſich in Gegenſatz ſtellen zu den tatſächlichen Vorgängen und dem Willen der Parteien. Die Abſicht der Konſorten zielt nicht darauf ab, Papiere zu kaufen — es liegt ihnen daran, keine Aktien übernehmen zu müſſen. Aus dem einheitlichen, auf Gewinn und Verluſt feſtgelegten Rechtsverhältnis, auf deren Grundlage die Konſortialbeträge feſtgelegt ſind, folgt eben, daß der zugrundeliegende Vertrag ein Geſellſchaftsvertrag iſt. Wie ſchon oben erwähnt, gelten die Normen des BGB §§ 705 ff.[10])

Der Geſellſchaftsvertrag wird perfekt, ſobald eine Willenseinigung über einen feſtbeſtimmten, gemeinſamen Zweck erfolgt iſt. Demzufolge muß im Geſellſchaftsvertrag als Mindeſterfordernis der Geſamtbetrag der genau bezeichneten Wertpapiere und der Konſortialkurs feſtgeſetzt ſein. In der Praxis werden viel genauere, in Details führende Abmachungen getroffen.

In welchem Verhältnis ſtehen nun Nehmer und Konſortium zueinander? Dieſes Rechtsverhältnis richtet ſich im allgemeinen nach den Abmachungen, die zwiſchen den beiden getroffen wurden. Allein verpflichtet und berechtigt kann das führende Bankhaus ſein; es iſt es dann, wenn es die Wertpapiere für Rechnung des Konſortiums erwarb. Es können aber auch die einzelnen Konſortialen in ein unmittelbares Rechtsverhältnis zum Nehmer kommen. Dies trifft dann zu, wenn bereits ein Uebernahmevertrag das Beteiligungsverhältnis der einzelnen Konſortialen an dem zu übernehmenden Geſamtbetrag feſtgeſetzt und beſtimmt wird, daß die Konſorten ihren Anteil direkt an den Uebernehmer ohne oder mit Solidarhaft der übrigen, zu zahlen haben.[11])

Der Konſortialleiter nimmt eine beſondere Stellung ein; dies geht daraus hervor, daß dieſer, wenn durch ihn die Ver-

---

[8]) Sydow, a. a. O. S. 430 ff. — Die Grundlage für die juriſtiſche Stellungnahme zu der rechtl. Natur der Begebungskonſortien vgl. in dem Aufſatz von Sydow.

[9]) Sydow, in Goldſchmidt's Zeitung f. d. geſ. Handelsrecht, Bd. 19, S. 439.

[10]) R. G. Bd. 56, S. 210.

[11]) R. G. bei Gruchot, Bd. 48, S. 1039 ff.

äußerung im eigenen Namen erfolgt, aus dieſer Veräußerung nach außen allein berechtigt und verpflichtet wird.[12]) Der Konſortialleiter iſt ferner Geſchäftsführer nach § § 709, 710 BGB. Je nach den Rechten und Pflichten ſtehen die Konſorten in einem ſelbſtändigen oder gemeinſchaftlichen Geſellſchaftsverhältnis zum Leiter des Konſortiums. Letzteres iſt dann eingetreten, wenn — wie heute die Konſortien meiſt geſtaltet ſind — nicht nur dieſer oder ſeine Beauftragten, ſondern auch die einzelnen Konſortialen ſelbſt die Veräußerung beſorgen können. Steht der Konſortialleiter mit jedem Mitglied des Konſortiums in einem geſonderten Vertragsverhältnis, ſo iſt er nach §§ 713, 666, 721, 259 BGB. verpflichtet, jedem Rechnung zu legen. Die Auswirkung dieſer Vorſchriften in der Praxis würde jedoch zu Weitläufigkeiten führen, deshalb wird der Konſortialleiter laut Vereinbarung davon entbunden ſein. Anſtatt deſſen wird ein Kontrollorgan, meiſt in Geſtalt eines Konſortiummitgliedes, beſtellt und damit beauftragt.

Der Konſortialleiter hat den im Konſortium Beteiligten jeden erheblichen Schritt mitzuteilen. §§ 713, 666 BGB. Dieſe Verpflichtung iſt in den getroffenen Abmachungen dahingehend erweitert, daß der Leiter des Konſortiums für wichtige und über den regelmäßigen Verlauf des Konſortialgeſchäftes hinausgehende Maßregeln die Zuſtimmung eines dafür beſtellten Ausſchuſſes oder einer Vertretung aller Konſorten einholen oder nachträglich zu erhalten hat.[13]) Das leitende Bankhaus hat alle Maßnahmen zu treffen, damit die Wertpapiere zum Konſortialkurs untergebracht werden können.[14]) Gemäß § 665 BGB. kann der Konſortialleiter von der Konſortialvereinbarung abweichen, wenn er den Umſtänden nach annehmen darf, daß eine Abweichung bei Kenntnis der Sachlage von den Konſortialen gebilligt werden würde. Er hat jedoch von dieſer Abweichung den Mitgliedern des Konſortiums vorher Mitteilung zu machen, wenn nicht mit dem Aufſchub Gefahr verbunden iſt.

An ſich wäre jeder Konſorte berechtigt, ſich über die Angelegenheiten der Geſellſchaft perſönlich zu unterrichten, Einſicht zu nehmen in die Bücher der Geſellſchaft. (§ 716 BGB.) In den Abmachungen, die der Eingehung des Geſellſchaftsverhältniſſes zugrunde liegen, ſind jedoch dieſe Rechte der Mitglieder meiſt ausgeſchloſſen oder zumindeſt ſtark beſchränkt worden. Nur wenn Grund zur Annahme unredlicher Geſchäftsführung vorliegt, gelten gemäß § 716,II BGB. alle derartige ausſchließende oder beſchränkende Vereinbarungen nicht.

---

[12]) Vgl. Staub, Exc. zu § 342, Anm. 1.
[13]) Vgl. Rieſſer, a. a. O. S. 302.
[14]) Vgl. Sydow. a. a. O. S. 451.

Zur Erreichung des gemeinſamen Zweckes der Uebernahme und Begebung haben die Konſortialen die vereinbarten Beiträge zu leiſten. Gemäß der im BGB. enthaltenen Vorſchriften über das Geſellſchaftsvermögen iſt im Zweifel das durch Beiträge der Konſortialen gebildete Vermögen ein Sondergut der Konſortialen zur geſamten Hand.[15])

Das Geſellſchaftsvermögen iſt während des Beſtehens der Geſellſchaft ungeteilt gemeinſchaftliches Vermögen der Konſortialen ohne daß dem einzelnen Mitglied Bruchteile davon zuſtehen. Es kann aber durch Vereinbarungen verabredet werden, daß eine Vermögensgemeinſchaft unter den Konſortialen überhaupt beſtehen ſoll. Fraglich iſt, wenn eine ausdrückliche Abrede fehlt, und aus dem übrigen, objektiven Inhalt des Vertrages kein Aufſchluß zu finden iſt, ob man annehmen ſoll, daß die Stücke im Miteigentum der Konſortialen ſtehen — oder ob es hier nicht vielmehr entſprechend der geſetzlichen Regelung der Geſellſchaft, bei den Geſamthandgrundſätzen ſein Bewenden hat.[16]) Gegenüber der Anſicht des Reichsgerichts, das letzterwähnten Standpunkt einnimmt, vertritt nun v. Ziegler[17]) die Meinung, daß bei Anſchaffung der Papiere für das Konſortium, deſſen Mitglieder, ſoferne nicht andere Vereinbarungen getroffen ſind, hinſichtlich der Stücke in eine Gemeinſchaft nach Bruchteilen treten, alſo Miteigentum an ihnen erwerben; v. Ziegler führt zur Begründung ſeiner Anſicht aus, daß der Zweck des Konſortiums Gewinn aus Handlungen ſei, nicht Vermögensbeſitz. Heim[18]) tritt dieſer von Ziegler vertretenen Anſicht m. E. mit Recht entgegen, denn er ſagt: „Im Gegenteil erſcheinen mir gerade die Geſamthandsverhältniſſe für die Konſortien außerordentlich paſſend zu ſein. Die Durchführung des Geſellſchaftszweckes, nämlich eine einheitlich geregelte, möglichſt vorſichtige und gewinnbringende Begebung erfordert, daß der Geſellſchafter weder über ſeinen Anteil, noch über die einzelnen Stücke verfügen kann und ebenſo, daß er nicht berechtigt ſein darf, Teilung zu verlangen."

Eine Auflöſung des Konſortiums kann aus verſchiedenen Gründen erfolgen. Es kann zunächſt die Zeit abgelaufen ſein, die für die Dauer des Beſtehens des Konſortiums vorgeſehen war; denn in der Regel wird bei Abſchluß des Konſortialvertrages ein Endtermin feſtgeſetzt. Das Konſortium kann aber auch als beendet angeſehen werden, wenn alle Wertpapiere begeben ſind, ſomit der dem Vertrag zugrundeliegende Zweck erreicht iſt.

---

[15]) Vgl. Staub, Excurs zu § 342, Anm. 2.

[16]) Vgl. R. G. Bd. 56, S. 206.

[17]) v. Ziegler in Holdheims Monatsſchrift für Handelsrecht und Bankweſen früher herausgeg., v. R. Holdheim, Bd. 16, S. 33.

[18]) Heim, a. a. O. S. 21.

Auch die Unmöglichkeit der Erreichung dieſes Zweckes kann der Grund zur Auflöſung des Konſortiums werden. Zum Schluſſe ſei noch kurz auf die ſogen. Unterkonſortien verwieſen; ſie werden meiſt nur abgeſchloſſen, um das Riſiko der Hauptkonſortialen zu verteilen. Die Rechtsverhältniſſe ſind die gleichen wie die des Hauptkonſortiums; doch tritt erſteres in kein rechtliches Verhältnis zu dem Hauptkonſortium an ſich; es nimmt nur an dem Endergebnis wie ein Mitglied teil. Dagegen hat der Hauptbeteiligte den Unterbeteiligten gegenüber, welche er unter ſich beteiligt hat, ſeine eigenen Rechte gegenüber dem Konſortialleiter wahrzunehmen, widrigenfalls der Unterbeteiligte dadurch von ſeiner Verpflichtung befreit wird.[19]) Der betreffende Hauptkonſortiale iſt ſeinem Unterkonſortialen gegenüber abrechnungs- und nachrichtpflichtig, wenn Rechnungslegung im Hauptkonſortium erfolgt.[20]) Er muß die diligentia quam in ſuis anwenden, überdies hat er in ſeinem Verhältnis zu den Unterkonſortialen alles zu tun, was Treu und Glauben mit Rückſicht auf die Verkehrsſitte erfordern.[21]) — Sind aus der Begebung dem Hauptkonſortialen Aktien übrig geblieben, ſo verteilt er dieſe an den Unterbeteiligten nach Maßgabe ſeiner Beteiligungsquote.

Dem Unterkonſortialen wiederum ſteht es frei, ſeinerſeits Unterkonſortialgeſchäfte abzuſchließen.[22])

---

[19]) R. O. H. Bd. 17, S. 390.
[20]) Vgl. Bolze. Die Praxis d. R. G. Bd. 18; S. 179.
[21]) Vgl. Rießer, a. a. O. S. 302.
[22]) Vgl. Sydow, a. a. O. S. 463.

III. Abſchnitt.

Die Rechtsverhältniſſe gegenüber den Aktienerwerbern.

§ 11.

Allgemeines: Zeichnungsgeſchäft und Subſkription.

Für die Rechtsbeziehungen zwiſchen Emiſſionshaus und kaufendem Publikum iſt der Grundſatz von Bedeutung, daß für die aus Verträgen hervorgehenden Verpflichtungen die Rechtsgeſtalt entſcheidend iſt, in der die Parteien nach außen hin in Erſcheinung treten.[1]) Das Emiſſionshaus kann für eine kontraktliche Haftung nur in Frage kommen, wenn es in eigenem Namen handelt. Gleichgültig bleibt dabei, ob auch für eigene Rechnung wie im Falle der feſten Uebernahme, oder für fremde Rechnung wie bei kommiſſionsweiſer Begebung.

Die Frage iſt, ob eine kontraktliche Haftung des Emiſſionshauſes überhaupt beſteht. Sei es, daß das Emiſſionshaus freihändig verkauft, oder außerhalb der Börſe Geſchäfte tätigt, oder auch durch Subſkription die Werte begeben will — immer kommen zwiſchen Emiſſionshaus und kaufendem Publikum Kaufverträge zuſtande. Wird ein Kauf auf freihändigem Wege durch das Emiſſionshaus getätigt, ſo iſt der Vertrag ſchon mit der Abgabe der Willenserklärung zum Kauf geſchloſſen. Dagegen kommt der Abſchluß des Kaufvertrages bei der Subſkription erſt mit der Annahmeerklärung des Emiſſionshauſes ſelbſt oder der Zeichnungsſtellen, wenn ſie dazu ermächtigt ſind, zuſtande. Das erklärt ſich daraus, daß der Proſpekt, der ganz allgemein zur Aktienzeichnung einlädt, nicht die Bedeutung einer Offerte beſitzt. Denn es gilt als Erfordernis einer Offerte, nach bürgerlichem Recht, daß ſie an einen Dritten gerichtet iſt mit dem Willen, daß ſie eine Offerte darſtelle! Dieſe Abſicht liegt jedoch den Emittenten ferne. Die Aufforderung richtet ſich an eine gänzlich unbeſtimmte Anzahl von Perſonen, mit all denen das Bankhaus Abſchlüſſe garnicht tätigen will noch könnte. Somit will der Proſpekt, die Aufforderung zur Aktienzeichnung, nichts anderes bedeuten als eine Aufforderung an das Publikum, ſeinerſeits eine Offerte zum Abſchluß eines Kaufvertrages abzugeben.[2])

An einem, meiſt bereits im Proſpekt genannten Tage, erfolgt von Seiten der damit beauftragten Banken, Filialen und Zeichnungsſtellen die Annahmeerklärung der getätigten Zeich-

---

[1]) Vgl. Goldſchmidt, a. a. O. S. 14 ff.

[2]) Vgl. Coſack, S. 719; Lehmann, Recht der A.-G.. § 32 ff.; Staub zu § 189 HGB.

nungen. Zuweilen erklären ſich die emittierenden Banken auch bereit, Voranmeldungen entgegenzunehmen.[3]) Der Zeichner iſt bis zu dem Zeitpunkt an ſeine Offerte gebunden, an dem er eine diesbezügliche Mitteilung der Bank unter regelmäßigen Umſtänden erwarten darf. Muß infolge Ueberzeichnung eine Reduzierung vorgenommen werden, ſo iſt der Zeichner auch in dieſem Falle an ſeine abgegebene Offerte gebunden, auch wenn er einen geringeren Betrag von Aktien zugewieſen erhält als er ſelbſt zeichnete. Er iſt demnach auch zur Abnahme der Papiere verpflichtet. Die Zuteilung wird meiſt aus Zweckmäßigkeitsgründen den Zeichnungsſtellen infolge ihrer größeren Kenntnis der Solvenz der Aktienzeichner überlaſſen.

Es wäre noch zu erwähnen, daß bei manchen Emiſſionen die Zuteilung der Wertpapiere von der gleichzeitigen Abnahme einer gewiſſen Anzahl von „Sperrſtücken" abhängig gemacht wird. Unter Sperrſtücken verſteht man jene Wertpapiere, für die der Erwerber ſich verpflichtet, dieſelben innerhalb einer feſtgeſetzten Zeit nicht weiter zu veräußern, meiſt im Depot des Emiſſionshauſes liegen zu laſſen. Dieſe Sperrzeichnungen werden natürlich dann zuerſt berückſichtigt; zuweilen ſind im Proſpekt bereits beſondere Vorteile hinſichtlich des Kurſes zugebilligt. Das Emiſſionshaus verfolgt damit die Abſicht, auf die Kursnotierung unmittelbar nach der Begebung noch einen gewiſſen Einfluß von vornherein zu behalten.

[3]) Vgl. Lotz, W., Technik des deutſchen Emiſſionsgeſchäftes, S. 30.

§ 12.

Haftung für Sachmängel.

Wie aus der Doppelnatur des Wertpapieres und ſomit der Aktie hervorgeht, handelt es ſich beim Kaufe derſelben ſowohl um einen Sachkauf als um einen Rechtskauf; um einen Sachkauf hinſichtlich der Aktienurkunde, welche den Erwerb des in ihr ververbrieften Rechtes vermittelt, um einen Rechtskauf, da mit dem Kauf der Aktie die Geſamtheit der dem Aktionär zuſtehenden und in der Aktie verkörperten Mitgliedſchaftsrechte übergeht, welche den materiellen Inhalt des Kaufgeſchäftes bilden.[1])

Das Emiſſionshaus hat als Verkäufer der Sache, als welche die Urkunde anzuſehen iſt, nach § 433,I BGB. dem Erwerber die Aktie zu übergeben und Eigentum daran zu verſchaffen. Es haftet ferner nach § 459,I BGB. dafür, daß die Aktien-Urkunde zu der Zeit, zu welcher die Gefahr auf den Käufer übergeht, nicht mit Fehlern behaftet iſt, die den Wert oder die Tauglichkeit zu dem gewöhnlichen oder dem nach dem Vertrage vorausgeſehenen Gebrauch aufheben oder mindern. Das Emiſſionshaus haftet alſo z. B. dafür, daß die Aktie zur Zeit der Uebergabe oder in dem durch § 447 BGB. beſtimmten Zeitpunkt nicht derart beſchädigt oder verunſtaltet iſt, daß ſie zur Legitimation zwecks Geltendmachung der in ihr verbrieften Rechte oder zum Weiterverkauf ungeeignet iſt. Ferner haftet es gemäß § 459,II BGB. für die zugeſicherten Eigenſchaften der Aktien-Urkunde. Strittig iſt die Frage, ob es ſich beim Fehlen eines Dividendenſcheines, Talons, Genußſcheines um einen Sach- oder Rechtsmangel handelt. Lehmann[2]) iſt der Anſicht, daß es ſich hier um einen Mangel im Recht oder um eine unvollſtändige Erfüllung handelt. Tatſächlich bedeutet die Nichtlieferung eines dieſer Nebenpapiere eine unvollſtändige Erfüllung des Kaufgeſchäftes. Das Aktienrecht ſelbſt aber wird hierdurch nicht beeinträchtigt, denn es iſt mit der Urkunde ſelbſt verbunden; nur die Ausübung des Aktien-Rechtes hängt von dem Vorhandenſein dieſer Nebenpapiere zuſammen mit der Aktien-Urkunde ab, da die Ausübung von der Hinterlegung eines dieſer Papiere abhängig gemacht werden kann. Dies hat zur Folge, daß das Fehlen dieſer Papiere das Fehlen eines „Zubehörs", alſo einen Sachmangel bedeutet; das Aktien-Papier wird ferner dadurch nicht mehr börſengängig.

---

[1]) Vgl. Neukamp, in Holdheims Monatsſchrift 1905; Oertmann, § 437,4a; Staub, zu § 381; Düringer-Hachenburg, Bd. 3, S. 43.

[2]) Vgl. K. Lehmann in Goldſchmidt's Zeitſchrift für das geſamte Handelsrecht, Bd. 51, S. 387 ff; Lehmann Ring, § 381, S. 2

§ 13.

Haftung für Rechtsmängel.

Gemäß § 433,I Satz 2 BGB. verpflichtet ſich der Verkäufer einer Aktie, dem Käufer auch das Recht, d. i. die Geſamtſumme der durch die Aktie verbrieften Rechte zu verſchaffen. Er kommt dieſer Verpflichtung dadurch nach, daß er dem Käufer Eigentum an dem Papier, das das Recht verkörpert, verſchafft. Der Verkäufer haftet hiermit auch nach § 434 BGB. dafür, daß das Papier frei von Rechten Dritter iſt, die ſolche gegenüber dem Käufer geltend machen können. Jedoch können gemäß § 935,II, und § 936 BGB. derartige Rechte dritter Perſonen hinſichtlich Inhaberpapiere dem gutgläubigen Käufer gegenüber nicht geltend gemacht werden. Für indoſſierbare Namensaktien folgt dies aus § 222,III H. G. B. und Art. 74 W. O. Handelt es ſich auf Seiten der Erwerber aber um Kaufleute, die Bankier- oder Geldwechslergeſchäfte betreiben, ſo würde allerdings gegen ihren guten Glauben beim Erwerb gegebenenfalls die Rechtsvermutung aus § 367 H. G. B. ſprechen.

Weiterhin haftet der Verkäufer gemäß § 437 BGB. für den rechtlichen Beſtand des Aktienrechtes; er haftet beſonders dafür, daß es nicht beim Kaufabſchluß zur Kraftloserklärung aufgeboten iſt. Das geht beſonders aus Abſ. 2 des § 437 BGB. hervor, in dem es heißt: Der Verkäufer eines Wertpapieres haftet auch dafür, daß es nicht zum Zwecke der Kraftloserklärung aufgeboten iſt. Daraus folgt, daß ebenſo eine Haftung ſeitens des Verkäufers beſteht, daß die Aktienrechte auch tatſächlich vorhanden ſind und daß ſie auch in dem zugeſagten Umfang exiſtieren.

Ueber eine beſondere Frage iſt ſich die Literatur nicht einig. Es kann der Fall eintreten, daß die Aktien aus beſtimmten Gründen nichtig ſind, bevor ſie ſchon vom Käufer erworben wurden; z. B. weil das Aktienunternehmen ſelbſt ſchon für nichtig erklärt worden iſt (nach § 309 H. G. B.) oder weil ſie auf einen unzuläſſig geringen Betrag lauten (§§ 180, 209 H. G. B.). Nach Maßgabe dieſes Tatbeſtandes liegt doch offenbar anfängliche objektive Unmöglichkeit der Leiſtung vor. Es könnte ſomit einerſeits § 437 BGB. und § 440 BGB. zur Klärung herangezogen werden, nach denen der Verkäufer trotzdem zur Haftung verpflichtet iſt, andererſeits wäre mit Hilfe des § 306 BGB. der Kaufvertrag als nichtig zu erklären.[1]) § 306 BGB. beſtimmt allerdings, daß ein Vertrag, der auf eine unmögliche Leiſtung gerichtet iſt, nichtig ſein ſoll.

---

[1]) Vgl. Lehmann, Goldſchmidt's Zeitung, Bd. 51, S. 379; Staub, Anm. 2 zu § 209 H. G. B.; Jacobi § 62, S. 374.

Dem entgegen muß aber mit Oertmann[2]) vertreten werden, daß § 437 BGB. eine Ausnahme von dieſer allgemeinen Regel darſtellt. Zugegeben muß werden, daß ein nichtbeſtehendes Aktienrecht ohne Zweifel nicht geleiſtet werden kann. § 437 BGB. aber drückt deutlich aus, daß der Verkäufer eines Rechtes, das nicht beſteht und deſſen Nichtbeſtehen derſelbe nicht kennt, trotzdem eine Haftung übernommen hat. Dieſe Ausnahme mag nach logiſchen Erwägungen abzulehnen ſein; aus rechtspolitiſchen Gründen muß ihr wohl zugeſtimmt werden.

Bei Entwurf des § 437 BGB. iſt in den Protokollen[3]) die Anſicht geäußert worden, daß dem genannten Paragraphen der Charakter eines Garantieverſprechens zugrunde liege. Dementſprechend mußte die Haftung auf einen Dauerzuſtand ſich erſtrecken und kann ſich nicht für einen beſtimmten Zeitpunkt, z. B. Kaufabſchluß oder Erfüllung, erſchöpfen. Allein dieſer Rechtszuſtand würde in ſeinen Auswirkungen den Verhältniſſen nicht gerecht werden; es würde dies zu Unbilligkeiten führen. Hier findet vielmehr der § 323 BGB. in Verbindung mit § 275 BGB. Anwendung. Darnach wird das Emiſſionshaus ſeiner Leiſtungspflicht entbunden, wenn es die Leiſtung nicht bewirken kann infolge eines Umſtandes, der nach Kaufabſchluß eintritt und von ihm nicht vertreten zu werden braucht. Im Intereſſe der Verkehrsſicherheit hat nun das HGB. im § 309 in Verbindung mit § 182 Abſ. I. H. G. B. alle die Fälle angeführt, derentwegen Klage auf Nichtigkeitserklärung des Aktien-Unternehmens geſtellt werden kann. Dieſe angeführten Gründe ſind alles Verſtöße gegen Vorſchriften, die bereits im Geſellſchaftsvertrage feſtzulegen ſind. Eine Ausgabe von Aktien vor Feſtſetzung des Geſellſchaftsvertrages iſt aber unmöglich, deshalb folgt daraus, daß alle Vorausſetzungen für eine Nichtigkeitserklärung ſchon bei der Emiſſion der Werte vorhanden ſind. Somit muß das Emiſſionshaus gemäß § 437 BGB. dafür einſtehen. Den Aktienkäufern ſtehen in den Fällen, in denen der Aktienverkäufer nach § 437 BGB. haften muß, die Rechte aus § 325 BGB. zu, ſie können Schadenerſatz verlangen oder vom Vertrage zurücktreten. Hat der Käufer von Aktien Rechtsmängel derſelben beim Kaufabſchluß aber gekannt, ſo bleibt natürlich eine Haftung für den Verkäufer der Aktie nicht mehr beſtehen.

Auf eine Frage ſei zum Schluſſe noch hingewieſen, ob nicht auch die Aktienzeichnung wegen Willensmängel angefochten werden könne? Das Reichsgericht[4]) hat im Anſchluß an die Ent-

---

[2]) Vgl Oertman, § 437, Anm. 1.
[3]) Vgl. Protokolle zur 2. Leſung Bd. 1, S. 669.
[4]) R. G. Bd. 9, S, 37 ff.; Bd. 19, S. 126; Bd. 54, S, 129; Bd. 57, S. 292.

ſcheidung des Reichsoberhandelsgerichtes[5]) den Standpunkt eingenommen, daß eine Anfechtung wegen Irrtum oder Betrug hier vollkommen ausgeſchloſſen iſt. Das R. G. geht dabei davon aus, daß die Erklärung der Aktienzeichnung nicht eine Erklärung gegenüber dem Aktien-Unternehmen darſtellen könne, denn dieſes beſtehe zur Zeit der Aktienzeichnung noch gar nicht. Es handle ſich hier vielmehr um Erklärungen, „die dazu beſtimmt ſind, über den Kreis derjenigen, welchen zunächſt erklärt wird, hinaus Dritten das Vorhandenſein des erklärten Verhältniſſes kund zu tun — und mit dieſer Kundgebung auf ihre Entſchließung zu wirken." — Es handle ſich ferner um einen formalen Akt, bei dem eine Anfechtung wegen Willensmängel nicht in Frage käme.[6])

[5]) R. O. H. Bd. 5, S. 415; Bd. 20, S. 270.

[6]) Vgl. Ausführungen von Dr. Hahn im Bankarchiv 1913, S. 70 ff., Zeitſchrift für das geſamte Aktienweſen 1903, S. 226 ff.

2. Hauptteil

Die deliktiſche Haftung der Emiſſionsbanken

I. Abſchnitt

Die Haftung der Emiſſionsbank beſonderer Art

§ 14.

Die Haftung gegenüber Aktienerwerbern

a) Für Zuſicherungen wirtſchaftlicher Natur

Will man dem Aktienverkäufer eine Haftung auferlegen, auch für Zuſicherungen rein wirtſchaftlicher Art, die ſich in den die Emiſſion vorbereitenden, öffentlichen Ankündigungen finden, ſo hat man davon auszugehen, einmal, daß dafür die Vorſchriften über die Sachmängelhaftung, das andere Mal, die über die Rechtsmängelgewährſchaft, Anwendung finden.

In der Literatur hat die Frage rege Beachtung und Erörterung gefunden. Hier ſei auf die Ausführungen der einzelnen Meinungen nicht weiter eingegangen, da dies über den Rahmen der Arbeit hinausgreifen würde, außerdem aber die Frage heute an praktiſcher Bedeutung eingebüßt hat infolge von Maßnahmen, deren Erörterung einem ſpäteren Kapitel (Haftung nach dem Börſengeſetz) vorbehalten ſein möge.

Zu der Argumentation mit Sachmängelhaftung für die u. a. Coſack[1]), Staub[2]), Staudinger[3]) eintreten und beſonders ſcharf ſich Neukamp[4]) ausſpricht, wenn er ſich in ſeinen Ausführungen damit auch auf Inhaberaktien beſchränkt, wäre zu ſagen, daß ſie im Endergebnis dazu kommt, für Zuſicherungen, die tatſächlichen Unterlagen des Unternehmens und ſeine wirtſchaftliche Proſperität betreffend, eine Haftung unmittelbar aus § 459 BGB. zu entnehmen. Den Ausführungen Neukamp's liegt dabei die ſachenrechtliche Theorie zugrunde bezüglich des Charakters der Wertpapiere, Staub arbeitet mit dem Begriff der Sachgemeinſchaft[5]).

---

[1]) Coſack, a. a. O. S. 325.
[2]) Staub zu § 381 HGB.
[3]) Staudinger, a. a. O. Anm. 2 zu § 381 HGB.
[4]) Neukamp in Holdheims Monatsſchrift 1905, S. 1 ff.
[5]) Staub, § 381, N. 4: „Die im Papier verbriefte Forderung ſei eine Eigenſchaft des Papieres".
Er läßt jedoch auch Raum für eine ſelbſtſtändige Rechtsmängelgewährſchaft; das Fehlen von Zuſicherungen rein wirtſchaftlicher Natur bezeichnet er aber als Sachmängel; er tritt für eine unmittelbare Anwendung des § 459 BGB. ein.

Das Reichsgericht[6]) weiſt in einer Entſcheidung darauf hin, daß für die Anwendbarkeit der Sachgemeinſchaft doch immer ein unmittelbares Verhältnis zugrundeliegen müſſe, dies aber hier nicht der Fall ſei; die wirtſchaftlichen Zuſicherungen ſtünden nur in einem mittelbaren Verhältnis zur Aktie; wohl ſeien ſie für deren Ertragsfähigkeit, d. h. den wirtſchaftlichen Wert, von Bedeutung, die Aktie ſelbſt aber werde hievon nicht berührt.

Düringers[7]) Anſicht, der die Haftung auf Grund der Rechtsmängelgewährſchaft als gegeben anſieht, bedeutet letzten Endes nichts anderes als eine Verbindung des Rechtes ſelbſt mit ſeinen wirtſchaftlichen Erträgniſſen, bedeutet kurz zuſammengefaßt, daß die Haftung für Bonität unter die Haftung für Verität falle. Durch die getrennte Behandlung dieſer beiden Fälle im Geſetz (§ 437 BGB. und § 438 BGB.) iſt dies aber ausgeſchloſſen. Die Begründung einer Haftung für Bonität bedarf einer beſonderen Vereinbarung. Eine Haftung iſt nach den Vorſchriften nur gegeben, falls es ſich um Zuſicherungen ſelbſtſtändig verpflichtender Natur handelt, eines Garantieverſprechens, oder vielleicht aus Raterteilung oder Empfehlung.

b). Haftung aus Raterteilung oder Empfehlung.

Eine Haftung aus Raterteilung oder Empfehlung kann zunächſt aus § 676 BGB. hergeleitet werden. Der Inhalt dieſer Vorſchrift war unter die Regeln über unerlaubte Handlung eingereiht geweſen; er wurde aber daraus geſtrichen und erhielt ſeine heutige Faſſung und Numerierung, damit nicht der Anſchein erweckt würde, als ſolle nur eine argliſtige, nicht aber auch eine fahrläſſige Erteilung eines ſchädlichen Rates widerrechtlich ſein. Er wurde unter die Vorſchriften über den Auftrag eingereiht, da derjenige, der einen Rat erteilt, durch einen ſtillſchweigenden Vertrag, deſſen rechtlicher Charakter dem Auftrage ſehr nahe verwandt ſei, zur Anwendung ordentlicher Sorgfalt bei der Raterteilung ſich verpflichtet habe.[8])

Jedoch legt der Geſetzgeber eine Verpflichtung zur Haftung nach dieſer Vorſchrift des Bürgerlichen Geſetzbuches dem Raterteilenden allgemein nicht auf; er ſieht die Raterteilung als einen Gefälligkeitsakt und nicht als ein Rechtsgeſchäft an. Lediglich dann ſolle eine Verpflichtung zur Haftung angenommen werden, wenn die ſchadenbringende Raterteilung oder Empfehlung eine

---

[6]) R. G. Bd. 59, S. 242.
[7]) Düringer, a. a. O. Bd. 3, S. 97 ff. und D. J. Z. 1905.
[8]) Vgl. Prot. zur 2. Leſung, Bd. 2, S. 664.

zum Schadenerſatz verpflichtende, unerlaubte Handlung darſtelle oder auf Grund eines Vertragsverhältniſſes eine beſondere Sorgfalt hätte geübt werden ſollen.

Hier ſoll auf letzteres näher eingegangen werden, wonach alſo ein Vertragsverhältnis oder ſonſtige Beziehungen zwiſchen dem Ratgeber und Ratnehmer beſtehen müſſen. Nach herrſchender Meinung iſt der dafür notwendige Tatbeſtand erfüllt, wenn auf Grund des zu erteilenden Rates ein Kaufgeſchäft zwiſchen Ratgeber und Ratnehmer zuſtandekommen ſoll und auch zuſtandekommt[9]), und wenn bereits eine Geſchäftsverbindung zwiſchen Raterteilenden und Ratſuchenden beſteht und dieſe Raterteilung oder -empfehlung in den Rahmen dieſer Geſchäftsverbindung fällt.

Dieſer Tatbeſtand intereſſiert hier aber weniger, da m. E. das Emiſſionshaus weniger als Emittent von Aktien en gros in Frage kommt, vielmehr der Bankier als Einzelverkäufer von Wertpapieren die Poſition des Ratgebers ausfüllen wird. Abzuweiſen iſt aber, daß in jedem Proſpekt eine Empfehlung liege, wie das Reichsgericht in einer allerdings älteren Entſcheidung ausführt.[10]) die Proſpekte enthalten nur Angaben über tatſächliche und rechtliche Grundlagen des Unternehmens, über Gründungsvorgänge, Zuſammenſetzung des Aufſichtsrates, des Vorſtandes; meiſtens werden Mitteilungen gemacht über den bisherigen Gang des Geſchäftes, über Auftragsbeſtand; Bilanzen, Beteiligungen an anderen Unternehmungen werden angeführt und am Schluſſe eine Meinungsäußerung über den zu erwartenden Geſchäftsgang; dann folgt im allgemeinen die Aufforderung zur Zeichnung. Eine Bemerkung, die bewußt den Charakter einer Empfehlung trägt, wird nicht zu finden ſein; auf Grund der altbewährten Geſchäftsgebarung der Banken, durch vornehme Zurückhaltung und durch alleiniges Sprechenlaſſen von Tatſachen und Zahlen überläßt das Emiſſionshaus es dem Publikum ſelbſt, eine Beurteilung daraus zu folgern. Denn für die Richtigkeit der Angaben in dem Proſpekt hat das Publikum den Schutz der Vorſchrift des Handelsgeſetzbuches wie des Börſengeſetzes; darnach beſteht eine Haftung gemäß § 203 HGB. und § 45 Börſengeſetz. Dieſe Beſtimmungen wären m. E. überflüſſig, wenn ſich eine Haftung ſchon aus Raterteilung oder Empfehlung ergeben würde.

Wie ſchon erwähnt, ſind die Proſpekte, die die Emiſſionshäuſer erlaſſen, immer an das Publikum gerichtet. Sollte in dieſen aber eine Empfehlung geſehen werden, ſo iſt dieſelbe jedoch nicht als innerhalb des Rahmens einer beſtehenden Geſchäftsverbindung abgegeben zu betrachten.

---

[9]) R. G. Bd. 42, S. 127 ff.
Staub, Exc. zu § 349; Staudinger, Anm. 1, zu § 676.
[10]) R. G. Bd. 39, S. 248.

Wir haben geſehen, daß eine Haftung nur in Frage kommt, wenn das Emiſſionshaus als Aktienverkäufer dieſes Geſchäft auf Grund einer beſtehenden Verbindung oder als im Rahmen einer ſolchen abgegeben, tätigt. Für die Haftung ſelbſt könnte § 276 BGB. angezogen werden, wonach das Bankhaus jede Fahrläſſigkeit zu vertreten und wonach es für die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmans einzuſtehen hat (§ 347 HGB.). Hierbei iſt es ohne Bedeutung, ob das beratende Bankhaus auf Grund eigenen Urteils und unter Verſchweigen der Unterlagen den Ankauf eines Papieres empfiehlt und hierbei die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns außer Acht läßt oder ſeine Angaben auf tatſächlich falſche Unterlagen ſtützt, alſo fahrläſſig unrichtige Angaben macht.

Dieſe Vorſchriften würden aber bei rückſichtsloſer Durchführung zu großen Härten und Unbilligkeiten führen und hier kann eine richtige Anwendung des § 254 BGB. dieſe für das Bankhaus nachteiligen Folgen beſeitigen.

Für die Verjährung dieſer Anſprüche ſind die allgemeinen Regeln über die Verjährung von Schadenserſatzanſprüchen anzuwenden.

c.) Gemeinſames zu a) und b).

Zum Schluſſe dieſer Ausführungen ſei betont, daß es ein ungerechtfertigtes und unbilliges Anſinnen wäre, dem Publikum jegliches Riſiko abzunehmen und die Banken mit Haftverpflichtungen zu überbürden. Es muß ſich doch jeder Käufer einer Aktie bewußt bleiben, daß er bei einer Geldanlage ein gewiſſes Riſiko einzugehen hat. Er könnte dieſes Riſiko von vornherein beſeitigen, wenn er ſein Kapital in Hypothekenpfandbriefen oder Staatspapieren anlegen würde. Er übernimmt aber dieſes Riſiko, um die Chance eines höheren Gewinnes zu genießen. Jeder Aktienkäufer weiß, ebenſo wie der Aktienverkäufer ſelbſt, daß dieſer ihm keine beſonderen Zuſagen über die zukünftige Rentabilität des Unternehmens machen kann. Es können Konjukturſchwankungen leichteren oder ſchwereren Grades auftreten, es können aber auch Kriſen entſtehen, deren Ausgangspunkt in dem betreffenden Unternehmen, meiſtens aber doch in davon ganz verſchiedenen Gebieten oder Märkten liegt, — aber bei der Verflechtung und Abhängigkeit der Wirtſchaftsgebiete und Märkte zu- und voneinander heute eine vollſtändige Beeinfluſſung vor allem des Geldmarktes, der Börſe, damit Platz gegriffen hat. Allein der Umſtand, daß Aktien verkauft und ganz allgemein gehaltene Angaben über die Unterlagen des Unternehmens gemacht werden, berechtigt nicht zu der Annahme einer ſonſt vom Geſetz nicht anerkannten Haftung. Würde dem Bankier eine ſo weitgehende Haftung auferlegt werden, ſo wären einer vollkommen ungeſunden

und nach jeder Richtung hin zu verwerfenden Spekulation auf Koſten der Banken Gelegenheit und Möglichkeiten dazu in die Hände geſpielt. Eine Gefährdung des Effektengeſchäftes nicht nur allein, Gefährdung einer volkswirtſchaftlich notwendigen und geſunden Möglichkeit der Kapitalsanlage wäre die Folge.

§ 15.

Haftung aus unerlaubter Handlung.

Die Haftung des Emiſſionshauſes auch bei fahrläſſiger Raterteilung, die im vorhergehenden Abſchnitt zur Sprache gebracht war, hatte zur Vorausſetzung eine vertragliche Grundlage. Es kann aber auch eine außervertragliche Haftpflicht begründet ſein. Da es ſich bei einer Emiſſion meiſt um ſehr hohe Beträge handelt, ſo wäre die Frage, die deshalb auch von großer Bedeutung iſt, aufzuwerfen, nach welchen von den in Betracht kommenden und miteinander konkurrierenden Beſtimmungen der Inhalt und Umfang der Haftung des Emiſſionshauſes feſtzulegen ſein wird, wenn deſſen Handlungsweiſe ſowohl eine Vertragsverletzung bedeutet, als auch die Tatbeſtandsmerkmale der unerlaubten Handlung gegeben ſind. Je nach den Umſtänden wird das Ergebnis ein verſchiedenes ſein. Es wird jedenfalls in den einzelnen Fällen geprüft werden müſſen, ob die unerlaubte Handlung, die den Schadenserſatzanſpruch begründet, in ein Vertragsverhältnis fällt, das zwiſchen Aktienkäufer und Emiſſionshaus als Aktienverkäufer beſteht. Ohne Zweifel haftet derjenige aus den Vorſchriften über unerlaubte Handlung, aber nur aus dieſen, der eine an ſich deliktiſche Handlung nur anläßlich eines mit ihr nicht in innerem Zuſammenhang ſtehenden Vertragsverhältniſſes vornimmt.[1]) Dabei iſt von den Fällen abgeſehen, in denen ein Vertragsverhältnis überhaupt nicht in Frage kommt. Wird die unerlaubte Handlung innerhalb des Rahmens eines beſtehenden Vertragsverhältniſſes begangen, und iſt ſie nicht mit der nötigen Sorgfalt ausgeführt und deshalb als eine, einen Schaden verurſachende Handlung anzuſehen, ſo iſt eine Haftung an ſich nur aus den Vorſchriften gegeben, die für das zugrunde liegende Vertragsverhältnis Geltung haben. Hier wird man aber jede unerlaubte Handlung auch dann als eine Selbſtändigkeit betrachten können, wenn ſie als ſolche pflichtwidrig, vorſätzlich oder fahrläſſig iſt; es würde in dieſem Falle auch die außerkontraktliche Haftung geltend gemacht werden können.

Die Haftung für eine fahrläſſige Handlung iſt hier ausgeſchloſſen: denn eine Handlung aus § 823 I kann nicht in Frage kommen: durch das Geſetz ſind hier nur ganz beſtimmte Rechtsgüter geſchützt: Leben, Körper, Geſundheit, Freiheit, Eigentum oder ſonſtige Rechte. Nach herrſchender Auffaſſung[2]) ſollen jedoch nur die ſog. ausſchließlichen oder abſoluten Rechte geſchützt werden; nicht aber fällt das Vermögen darunter. Der Geſchädigte

[1]) Vgl. Oertmann, a. a. O. Vorbem. z § 823 ff.
[2]) Vgl. Staudinger, § 823.

kann aber auf Grund des § 823 II seine Ansprüche vorbringen, insofern eine Entschädigung im Sinne dieser Vorschrift vorliegt. Die wesentlichsten Vorschriften, die dafür in Betracht kommen, sind § 313 HGB. und § 263 Str. G. B. Nach § 313, Ziff. 2 HGB. werden diejenigen, die in Ansehung der Zeichnung oder Einzahlung des Grundkapitals, des Betrages, zu dem die Aktien ausgegeben werden oder der in § 186 HGB. vorgesehenen Festsetzungen in einer Aktienankündigung wissentlich falsche Angaben machen, mit Gefängnis und Geldstrafe bis zu 20000.— Mk. bestraft. § 263 St. G. B. handelt von dem Betrug, der Vermögensbeschädigung in Bereicherungsabsicht herbeigeführt durch arglistige Täuschung.[3]) Dabei muß die arglistige Täuschung für den Geschädigten die Ursache gewesen sein, die für ihn schadenbringende Vermögens-Disposition getroffen zu haben. Auf Seiten des Täuschenden muß die Bereicherungsabsicht mit dem Bewußtsein der durch die Irrtumserregung verursachten Vermögensbeschädigung verbunden gewesen sein. Kausalzusammenhang ist notwendig.

Allerdings dürfte es schwierig sein, einen auf die Schädigung gerichteten Vorsatz nachzuweisen. Der Dolus eventualis genügt bereits nach herrschender Meinung. Wenn das Emissionshaus in in den öffentlichen Ankündigungen durch wissentlich unrichtige Angaben oder durch Verschweigen ungünstiger Unterlagen ein günstigeres Zeichnungsergebnis herbeiführen wollte, so ist der Tatbestand gegeben, der zur Anwendung des § 826 BGB. notwendig ist; darin ist verlangt, daß der Schaden vorsätzlich in einer die guten Sitten verstoßenden Weise zugefügt wird. Und das kann wohl von dem vorher geschilderten Verhalten des Emissionshauses behauptet werden. Nach der Ansicht des R. G.[4]) genügt es, wenn die emittierende Bank das Bewußtsein der evtl. Schädigung des Aktienzeichners hat, ein direkter Vorsatz ist nicht erforderlich. Der Kläger ist jedoch beweispflichtig. Dem Emissionshaus den Vorsatz nachzuweisen, dürfte allerdings, wie bereits erwähnt, sich nicht einfach gestalten.

---

[3]) Vgl, Liszt v., F., S. 456.
Liszt v., F., Lehrbuch des deutschen Strafrechts, 22. Aufl.

[4]) R. G. Bd. 62, S. 139; Bd. 63, S. 148.

II. Abſchnitt.

Haftung nach dem H. G. B.

§ 16.

Geſchichte und Grund der Haftung.

Den Anſtoß zu einer Neuregelung der Vorſchriften über das Aktienweſen haben die Erſcheinungen der Gründerjahre gegen Ende des vorigen Jahrhunderts gegeben. Schon früher, gelegentlich des Lucca-Piſtoja-Aktienſtreites, war man auf die Unzulänglichkeiten der beſtehenden rechtlichen Vorſchriften über die Haftung aufmerkſam gemacht worden. Die Aktiennovelle vom 11. Juli 1870 hatte die Gründung von Aktiengeſellſchaften weſentlich erleichtert. Es wurde das bis dahin beſtehende Konzeſſionsſyſtem abgelöſt und durch das Syſtem der Normativbeſtimmungen erſetzt. Allenthalben wurden damals Schein- und Schwindel-Unternehmungen gegründet. Um dieſen unhaltbaren Zuſtand, bei dem für die Schuldigen keine Haftverpflichtung nach den vorliegenden Beſtimmungen gegeben war, ein Ende zu bereiten, kam die Aktiennovelle vom 18. Juli 1884 zuſtande. Dieſe brachte eine Verſchärfung der Normativbeſtimmungen, verlangte eine Kontrolle des Gründungsherganges, verlangte eine Verantwortlichkeit der Gründer und Gründergenoſſen. Zuerſt in das alte Handelsgeſetzbuch eingefügt, wurden die Normen mit in das neue HGB. übernommen. Die wichtigſten Beſtimmungen finden ſich in den §§ 202, 203.

§ 202 enthält die Haftung der Gründer und Gründergenoſſen, § 203 verpflichtet den Emittenten mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns den Gründungsvorgang zu prüfen; er iſt der Geſellſchaft zur Haftung verpflichtet, wenn er die unrichtigen und unvollſtändigen Angaben der Gründer in einer öffentlichen Ankündigung zwecks Einführung der Aktien in den Verkehr innerhalb bezw. nach der geſetzlich vorgeſehenen Zeit, bringt. Es erſcheint zunächſt befremdend, daß das Emiſſionshaus für eine deliktiſche Handlung dritter Perſonen haftbar gemacht werden ſoll. Allein die Tatſache, daß heute keine größere Emiſſion ſtattfindet, an der nicht mehr nur eine Bank, ſondern u. U. mehrere Konſortien beteiligt ſind und daß die Beziehungen zwiſchen Gründern oder Gründergenoſſen und Emiſſionshaus bzw. Konſortium ſehr enge ſind, rechtfertigt im Intereſſe des Aktienkaufenden Publikums die Haftung gemäß § 203 HGB.

Auf einen weiteren Umſtand muß noch aufmerkſam gemacht werden; und hier iſt m. E. am beſten Gelegenheit, die Notwendigkeit der Haftung aus § 203 beſtätigt zu ſehen. Man kann

wohl ſagen, in faſt allen Fällen iſt das Emiſſionshaus bzw. das Emiſſionskonſortium an der Gründung ſelbſt beteiligt, einmal ſchon der Aufbringung der großen Beträge wegen, zum anderen aber auch, um die nicht immer unerheblichen Gründergewinne zu teilen. Und hier beſteht die Gefahr, daß ſog. Strohmänner als Gründer nach außen vorgeſchoben werden, die ſelbſt aber kein Vermögen beſitzen, und daß unter deren Namen das Kapital hergegeben wird. Würde aber nach kurzer Zeit das Unternehmen zuſammenbrechen, ſo würde das Emiſſionshaus in Ermangelung einer geſetzlichen Vorſchrift ohne Haftung frei ausgehen. Eine Regreßklage der Aktiengeſellſchaft würde ergebnislos verlaufen, da ſelbſt im Wege der Zwangsvollſtreckung keine Ausſicht auf Erfolg beſtünde. Dadurch, daß das Geſetz die Emiſſionshäuſer kraft unwiderlegbarer Präſumtion zu Gründergenoſſen erhebt[1]) und denſelben ähnlich wie den Gründern eine Haftung für deren Angaben betr. Gründungsvorgänge auferlegt, erſcheint die Stellung der A.-G. eine weit mehr geſicherte.

[1]) Vgl. Ring, Anm. 1 zu Art. 213, S. 6. Lehmann, Recht der A.-G., S. 478.

§ 17.

Vorausſetzungen der Haftung.

Der § 203 HGB. macht die Haftung der Emiſſionshäuſer von Bedingungen abhängig, auf die im folgenden näher eingegangen werden ſoll.

Der Geſetzgeber ſpricht davon, daß, wenn vor der Eintragung der Geſellſchaft in das Handelsregiſter oder während der erſten zwei Jahre nach der Eintragung eine öffentliche Ankündigung der Aktien erlaſſen wird mit dem Zwecke, dieſelben in den Verkehr einzuführen, der Erlaſſer der Ankündigung zur Haftung der Geſellſchaft verpflichtet iſt, ſoferne er die im Geſetz verlangten Tatbeſtandsmerkmale erfüllt.

Wer iſt nun dieſer „Erlaſſer"?

Erlaſſer iſt, wer als Urheber entweder aus der Unterzeichnung oder aus dem Inhalt der Ankündigung erſichtlich iſt und den Willen hat, als deren Urheber zu gelten.[1]) Es iſt demnach nicht nötig, daß der Erlaſſer ſich ſelbſt als ſolchen bezeichnet; erforderlich iſt, daß der Erlaſſer aus dem Inhalte hervorgeht. Derjenige, der als Erlaſſer wider ſeinen Willen oder ohne ſein Wiſſen genannt wird, iſt nach § 203 HGB. natürlich nicht haftbar zu machen, da er ja der Erlaſſer gar nicht iſt. Es könnte aber auch den eigentlichen Erlaſſer, da er ja aus der Ankündigung nicht erſichtlich war, eine Haftpflicht nach § 203 nicht treffen. Dagegen kann er für Anſprüche aus den Vorſchriften über unerlaubte Handlung belangt werden. Damit kommt der Fall zur Erörterung, der vorliegt, wenn eine anonyme Ankündigung erlaſſen wird — oder ein Zeitungsinſerat erſcheint, aus welchem ohne Zweifel kein Erlaſſer zu erſehen iſt. Die rechtliche Stellung jenes eigentlichen Erlaſſers, der aber ſelbſt nicht als ſolcher genannt iſt — und des Verfaſſers der anonymen Ankündigung — iſt die gleiche. Nach der herrſchenden Meinung[2]) ſind ſolche anonyme Anzeigen nicht genügend, um eine Haftung nach § 203 H. G. B. zu begründen. Erſcheinen derartige Ankündigungen und Artikel in Zeitungen, ſo iſt m. E. der dieſen Teil der Zeitung verantwortlich zeichnende Redakteur als Erlaſſer haftbar zu machen. Dieſe Anſicht iſt damit zu begründen. daß das Publikum, wenn es auf dieſe Ankündigung hin kauft, ſich im Vertrauen auf den Ruf des Blattes zu dem Kaufe entſchloſſen hat.[3])

---

[1]) R. Heim, a. a. O. S. 57.
Vgl. Lehmann-Ring, § 203,1.
[2]) Vgl. Staub, § 203, Anm. 1; Lehmann-Ring, Bd. 1, Anm. 2 zu § 203.
[3]) Vgl. Staub, Vorb. zu § 203.

Nun zu den Ankündigungen selbst: Dieselbe muß eine „öffentliche" sein und es muß daraus hervorgehen, daß die Aktien in den Verkehr eingeführt werden sollen. Hier ist vor allem dem Wort „öffentlich" Bedeutung beizulegen. Wann eine Ankündigung eine „öffentliche" ist und wird, darüber ist in der Literatur viel geschrieben worden. Für die Praxis hingegen ist diese Frage von geringerer Bedeutung. Es handelt sich zunächst darum, in wieweit Ankündigungen in der Zeitung als Ankündigungen im Sinne des Gesetzes anzusehen sind. Unter „Oeffentlichkeit" soll verstanden sein eine unbegrenzte, unbestimmte Anzahl von Personen: an diese muß die Ankündigung gerichtet sein. Im allgemeinen werden dafür Zeitungen benützt, es können aber auch derartige Ankündigungen an öffentlichen Plätzen, in den Bankräumen, die dem Publikum zugänglich sind, an der Börse an- oder ausgehängt werden. Schließlich ist das Versenden von Zirkularen noch zu erwähnen. Bis auf diese letzte Form ist die „Oeffentlichkeit" nicht bestritten. Richtet sich die Ankündigung in Form von Zirkularen nur an den Kundenkreis der Bank, so kann man von einer „öffentlichen" Ankündigung nicht sprechen. Die herrschende Ansicht[4]) vertritt den Standpunkt, daß diese Ankündigung auch dann als eine „öffentliche" angesehen werden muß, wenn das Weitergeben der Zirkulare an dritte Personen möglich oder sogar erwünscht sei. Dies könne solange geschehen, als nicht eine persönlich gehaltene Notiz darin ersichtlich sei.

Eine weitere Bedingung ist, daß sich diese Ankündigung auf Aktien beziehen muß. Darüber, daß der § 203 HGB. sich nicht nur auf bereits bestehende Aktien-Urkunden beziehe, sondern auf künftige zu emittierende, ist sich die herrschende Meinung einig.[5]) Das geht m. E. ja auch aus dem Wortlaut der Bestimmung hervor.

Wie schon erwähnt, müssen die Ankündigungen den Zweck verfolgen, die Aktien in den Verkehr einzuführen. Hierunter kann nicht verstanden werden, daß es sich um die Uebernahme durch die Emissionshäuser handle; denn damit wäre ein bestimmt begrenzter Kreis von Personen betroffen. Aktien, die bereits einen Kurswert notieren und die an der Börse gehandelt werden, können nicht mehr in den Verkehr gebracht werden. Eine Ankündigung, die derartige, bereits gehandelte Aktien betrifft, birgt keine Haftpflicht nach § 203 HGB. in sich. Zweifelhaft könnte sein, ob ein Emissionshaus nach § 203 haftet, wenn es einen bestimmten Teil Aktien in den Verkehr bringt, diese gehandelt, notiert werden — und später den Rest der gleichen Aktien unter Zuhilfenahme

---

[4]) Vgl. Staub, § 203,2.
[5]) Vgl. Staub, § 203, Anm. 3.

einer neuen Ankündigung ausgibt. Wenn die reſtlichen Aktien zu einem den anderen erſt emittierten Aktien im Verhältnis gleichwertigen Kurs emittiert werden, ſo haftet das Emiſſionshaus nach § 203 HGB., denn ſie werden jetzt erſt in den Verkehr gebracht, dem Publikum jetzt erſt zugänglich und damit handelsfähig gemacht. Eine Haftung nach § 203 HGB. beſteht für das emittierende Bankhaus nicht, wenn es die Aktien eines Unternehmens, die es ſchon an einer Börſe eingeführt hat, noch an einer anderen Börſe zur Einführung bringt; denn mit der erſtmaligen Einführung an einer Börſe ſind ſie bereits in den Verkehr gebracht.

Selten werden junge Aktien eines Unternehmens vor Ablauf der erſten beiden Jahre nach deſſen Eintragung in das Handelsregiſter emittiert. Werden junge Aktien nach dieſem Zeitpunkt zum Zwecke der Kapitalserhöhung in den Verkehr gebracht, ſo beſteht für das Emiſſionshaus nach § 203 HGB. keine Haftung mehr, da der Geſetzgeber anſcheinend von dem Standpunkt ausgeht, daß das Publikum über die Solidität des Unternehmens nach 2 Jahren ſich müſſe genügend haben informieren können; ein Schutz ſei demnach nicht mehr nötig.

Wer nun auf Grund der vorerwähnten Vorausſetzungen als „Erlaſſer" qualifiziert iſt, wird zur Haftung verpflichtet und zwar in 2 Fällen:

1.) „im Falle der Unrichtigkeit oder Unvollſtändigkeit von Angaben, welche die Gründer in Anſehung der Zeichnung oder Einzahlung des Gründungskapitals oder in Anſehung der in § 186 vorgeſehenen Feſtſetzung zum Zwecke der Eintragung der Geſellſchaft in das Handelsregiſter machen . . . ."

2.) „im Falle einer böslichen Schädigung der Geſellſchaft durch Einlagen oder Uebernehmen der in § 186 bezeichneten Art".

§ 186 HGB. bezieht ſich auf die Sondervorteile einzelner Aktionäre anläßlich Sachleiſtung-Einlagen beim Gründungsvorgang, kurz auf die Apports. Die Vorausſetzungen ſind hier die gleichen wie für die Haftung der Gründer und Gründungsgenoſſen. Jedoch tritt die Haftung nur ein, wenn die Angaben zum Zwecke der Eintragung der Geſellſchaft in das Handelsregiſter gemacht ſind; dabei iſt nicht von Bedeutung die Ankündigung des Emiſſionshauſes.

Auch wenn deſſen Angaben richtig ſind, ſo iſt es doch zur Haftung verpflichtet, wenn nur die Angaben der Gründer ſelbſt zum Zwecke der Eintragung der Geſellſchaft falſch ſind. Es erſcheint ganz eindeutig, daß der Geſetzgeber hier dem Emiſſionshaus die Haftung für Verſchulden Dritter zur Laſt legt. Er will

damit dem Emiſſionshaus eine Prüfungspflicht des Gründungsvorganges auferlegen. Hat das Emiſſionshaus in den meiſten Fällen bei normalem Verlauf der Emiſſion die Chancen großer Gewinne, ſo muß es auf der anderen Seite auch die Verpflichtung der genauen Prüfung übernehmen. Wenn es Aktien eines mit Gründungsmängeln behafteten Unternehmens emittiert, ſoll es auch dafür einſtehen. Der Prüfung unterliegen alle Angaben des Geſellſchaftsvertrages aus der in § 195 HGB. geregelten Anmeldung mit Beilagen.[6])

Die Haftung tritt ferner ein, wenn trotz richtiger Gründerangaben eine böſliche Schädigung der Geſellſchaft durch die Gründer infolge Einlagen oder Uebernahmen zutage tritt. Eine Schädigung iſt dann als böslich zu bezeichnen, wenn ſie durch frevelhaft leichtſinnige oder vorſätzliche Handlungsweiſe der Gründer entſtanden iſt, grobe Fahrläſſigkeit allein umfaßt den Begriff der Böswilligkeit noch nicht.[7]) Zu der Haftung aus § 203 HGB. tritt nun auch ein ſubjektives Moment: es kommt auf das Verſchulden des Emiſſionshauſes inſoferne an, als es die Unrichtigkeit oder Unvollſtändigkeit der Angaben kannte oder bei Anwendung der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns hätte kennen müſſen. Die Haftung erſtreckt ſich alſo nicht auf den Fall der Mitwiſſerſchaft allein, es haftet auch dann, wenn ſeine Unkenntnis dieſer unrichtigen oder unvollſtändigen Angaben einem Außerachtlaſſen der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes zur Laſt gelegt wird. Das Emiſſionshaus hat demnach die Sorgfalt, Umſicht und Vorſicht anzuwenden, die man mit Rückſicht auf die Art des geſchäftlichen Unternehmens von ihm erwarten darf.[8]) Schwierigkeiten bereitet jedoch die Frage, wie groß der Umfang der Sorgfalt für den einzelnen Fall ſein muß. Heute iſt man mit Hilfe von Sachverſtändigen, (über die jede Großbank verfügen wird), in der Lage, auch die Prüfung rein induſtrie-techniſcher Angelegenheiten in einer der Sachlage gerecht werdenden Weiſe durchzuführen und zu einer Beurteilung zu gelangen, die von jeder Seite als einwandfrei anerkannt werden wird.

Wenn oben geſagt wurde, daß die Haftung des Emiſſionshauſes der der Gründer gleich ſei, ſo iſt doch als Vorteil für das Emiſſionshaus zu buchen, daß, während nach § 202,II HGB. die Kenntnis oder die fahrläſſig verſchuldete Unkenntnis vermutet wird, und hiermit die Gründer den Exculpationsbeweis zu führen haben, ihm nach § 203 HGB. der Beweis für ſein Verſchulden erbracht werden muß. Die Geſellſchaft hat hier eine doppelte

---

[6]) Vgl. Staub, § 202,6.
[7]) Vgl. Staub, Anm. 13 zu § 203.
[8]) Vgl. Staub, Anm. 2 zu § 202.

Beweispflicht: ſie muß einmal den Nachweis erbringen, daß die Angaben, die die Gründer in Anſehung der Zeichnung oder Einzahlung des Grundkapitals oder in Anſehung der im § 186 HGB. vorgeſehenen Feſtſetzungen zum Zwecke der Eintragung der Geſellſchaft in das Handelsregiſter gemacht haben, objektiv unrichtig oder unvollſtändig ſind – oder daß eine böſliche Schädigung der Geſellſchaft durch Einlagen oder Uebernahmen ſeitens der Gründer vorliegt, – ferner muß ſie nachweiſen, daß das Emiſſionshaus die Unrichtigkeit oder Unvollſtändigkeit der Gründerangaben oder die böſliche Schädigung kannte oder kennen mußte. Außerdem hat ſie noch die Beweiskraft der Kauſalität dieſer Mängel für den entſtandenen Schaden.

Der für die Kenntnis oder das Kennenmüſſen entſcheidende Zeitpunkt iſt der Augenblick des Erlaſſens der öffentlichen Ankündigung.[9])

Dieſe öffentliche Ankündigung wird als ein Rechtsakt bezeichnet und zwar als ein einmaliger Akt, nicht als Dauerzuſtand, für den die Haftung zu tragen ſei. Heim[10]) will in ſeinen Ausführungen zwiſchen dem „In-den-Verkehrbringen der Aktien" einer ſchon beſtehenden Geſellſchaft und der Aufforderung zu Primitivzeichnungen unterſcheiden. Für den letzteren Fall hält er die Prüfungspflicht des Emiſſionshauſes bis zu deren Eintragung in das Handelsregiſter als fortbeſtehend. Für ihn iſt der Geſichtspunkt maßgebend, daß in dem Zeitpunkt der Aufforderung zu Primitivzeichnungen noch keine Gründerangaben zum Zwecke der Eintragung in das Handelsregiſter gemacht ſind. Das Geſetz ſelbſt verlangt aber keine ſo weitgehende Auslegung.

---

[9]) Vgl. Lehmann-Ring, § 203, Anm. 5.
[10]) Heim, a. a. O, S. 61/62.

§ 18.

Umfang der Haftung.

Der Inhalt der Haftung ergibt ſich aus dem § 203 H. G. B. in Verbindung mit den allgemeinen Vorſchriften des Bürgerlichen Geſetzbuches. Für einen der Geſellſchaft nach § 203 HGB. entſtandenen Schaden haftet, wenn die erforderlichen und vorher erörterten Bedingungen erfüllt ſind, das Emiſſionshaus und zwar mit den im § 202 H. G. B. genannten Perſonen als Geſamtſchuldner.

Die §§ 249 ff. B. G. B. beſtimmen den Umfang der Haftung. Der zu erſetzende Schaden umfaßt auch den entgangenen Gewinn nach § 252 BGB. Wie bereits erwähnt, iſt es von Bedeutung für das Emiſſionshaus, daß auch § 254 BGB. herangezogen wird. Allerdings wird die Frage, ob ein konkurrierendes Verſchulden in Betracht kommen könne, von Lehmann-Ring[1]) verneint, da das Geſetz zum Schutze der Aktiengeſellſchaft eben gegen ein Verſchulden der in Frage kommenden Perſonen ergangen ſei. Dieſe Anſicht iſt m. E. jedoch nicht richtig. Wenn die Geſellſchaft nach erfolgter Eintragung den Tatbeſtand des § 254 BGB. erfüllt, wenn ſie z. B. einen drohenden Schaden nicht abwendet oder auf die Gefahr einer drohenden Schädigung nicht hinweiſt, vorausgeſetzt, daß ſie es hätte tun müſſen, ſo iſt es doch vollkommen in der Ordnung, die Geſellſchaft hier für die Folgen verantwortlich zu machen.[2]) Für das Emiſſionshaus iſt es deshalb von Belang, da es noch 2 Jahre nach der Eintragung aus ſeiner Ankündigung zur Haftung verpflichtet iſt. Wenn auch in dem § 203 HGB. die Beſtimmung des § 202 HGB. — wonach die Gründer insbeſondere einen an der Zeichnung des Grundkapitals fehlenden Betrag zu übernehmen, fehlende Einzahlungen zu leiſten und eine Vergütung, die nicht unter den zu bezeichneten Gründungsaufwand aufgenommen iſt, zu erſetzen hätten — nicht enthalten iſt, ſo wird man doch dieſe Verpflichtung auch auf das Emiſſionshaus anwenden müſſen, da es mit den Gründern gleich dieſen als Gründergenoſſen haften ſoll. Neigt man dieſer Anſicht nicht zu, ſo liegt hier eine Geſamtſchuld vor, bei der die verſchiedenen Geſamtſchuldner zu verſchiedenen Leiſtungen verpflichtet wären. Die rechtliche Beurteilung des hierbei möglichen Aktienerwerbes geſtaltet ſich ſehr zweifelhaft: einmal können die Gründer den Zeichnern gleichgeſtellt ſein — das andere Mal könnte ihnen im Augenblick der Zeichnung ein Mitgliedſchaftsrecht in Höhe des gezahlten Betrages zugeſprochen ſein, und endlich könnten ſie

[1]) Lehmann-Ring, a. a. O. § 203, Anm. 3.
[2]) Staub, § 202, Anm. 12.

einen obligatoriſchen Anſpruch auf Herausgabe der Aktien haben. Und dieſe letzte Auffaſſung iſt m. E. auch die richtige. Es beſtehen doch zwiſchen den Gründern bzw. Emittenten auf der einen Seite und der Geſellſchaft auf der anderen Seite nur obligatoriſche Anſprüche: von Seiten der Geſellſchaft auf Leiſtung des fehlenden Betrages, von der Gegenſeite auf Ueberlaſſung der Aktien. In der Praxis wird dieſer Fall meiſt in der Weiſe gelöſt, daß die Gründer ſowohl wie die Emittenten von dem ihnen nach § 273 BGB. zuſtehenden Zurückbehaltungsrecht Gebrauch machen und ſomit Erfüllung Zug um Zug in Frage kommt.

Der Inhalt des § 203 HGB. iſt ius cogens. Zu bemerken iſt noch, daß nach § 205 HGB. alle Abmachungen, die die Haftung des Emiſſionshauſes beſchränken oder ausſchließen, ſei es durch Vergleich oder Verzicht, erſt nach Ablauf von 5 Jahren nach Eintragung der Geſellſchaft in das Handelsregiſter zuläſſig ſind. Eine Nichtbefolgung dieſer Vorſchrift würde (gemäß § 136 BGB.) die Nichtigkeit der betreffenden Abmachungen zur Folge haben. Jedoch ſteht nach dem Wortlaut des § 205 HGB. nichts im Wege, Vergleiche oder Verzichtleiſtungen ſchon während der 5 Jahre abzuſchließen mit der Wirkung, daß ſie nach Ablauf dieſer Präcluſivfriſt Gültigkeit haben ſollen. Nach § 206 HGB. verjähren die Anſprüche der Geſellſchaft gegen das Emiſſionshaus aus § 202 HGB. in fünf Jahren von der Eintragung der Geſellſchaft in das Handelsregiſter an gerechnet.

III. Abſchnitt.

Haftung nach den Vorſchriften des Börſengeſetzes.

§ 19.

Allgemeines und Geſchichtliches.

Abgeſehen von den ſchon in den vorſtehenden Abſchnitten behandelten Haftungsverpflichtungen nach den Vorſchriften des Bürgerlichen- und des Handelsgeſetzbuches, hat der Geſetzgeber dem Emiſſionshaus noch eine beſondere Haftung in dem § 45 Börſ. Geſ. auferlegt. Während nach den Regeln des BGB. für die Aktienerwerber die Beweislaſt ſehr ſchwer iſt, haftet das Emiſſionshaus nach § 203 HGB. lediglich der Geſellſchaft und nur für die Richtigkeit und Vollſtändigkeit ſolcher Angaben, welche die Gründer in Anſehung der Zeichnung oder Einzahlung des Grundkapitals oder in Anſehung der im § 186 HGB. vorgeſehenen Feſtſetzungen zum Zwecke der Eintragung der Geſellſchaft in das Handelsregiſter machen, ſowie im Falle einer böslichen Schädigung durch Einlagen oder Uebernahmen. Vor allem iſt aus § 203 H. G. B. keine Haftung des Emiſſionshauſes gegenüber den Aktienerwerbern abzuleiten.

Hier iſt es nun die Börſengeſetzgebung geweſen, die den Aktienerwerbern zugutekommt und zwar § 45 des Börſengeſetzes, der die Emittentin für den Fall, daß die Wertpapiere auf Grund eines von ihr erlaſſenen Proſpektes zum Börſenhandel zugelaſſen ſind, für die Richtigkeit oder Vollſtändigkeit gewiſſer, von ihr in dieſem Proſpekt gemachten Angaben zur Haftung verpflichtet.

§ 45 Börſengeſetz beſtimmt:

„Sind in einem Proſpekt, auf Grund deſſen Wertpapiere zum Börſenhandel zugelaſſen ſind, Angaben, welche für die Beurteilung des Wertes erheblich ſind, unrichtig, ſo haften diejenigen, von denen der Erlaß des Proſpektes ausgeht, wenn ſie die Unrichtigkeit gekannt oder ohne grobes Verſchulden hätten kennen müſſen, als Geſamtſchuldner jedem Beſitzer eines ſolchen Wertpapieres für den Schaden, welcher demſelben aus der von den gemachten Angaben abweichenden Sachlage erwächſt. Das gleiche gilt, wenn der Proſpekt infolge der Fortlaſſung weſentlicher Tatſachen unvollſtändig iſt und dieſe Unvollſtändigkeit auf der böslichen Unterlaſſung einer ausreichenden Prüfung ſeitens derjenigen, von denen der Erlaß des Proſpektes ausgeht, beruht. Die Erſatzpflicht wird dadurch nicht ausgeſchloſſen, daß der Proſpekt die Angaben als von einem Dritten herrührend bezeichnet."

Auch die Entſtehung vorerwähnter Vorſchrift des Börſ. Geſ. geht auf die Erfahrungen zurück, die man während der Gründerjahre machte. In dieſer Zeit verſuchten es gewiſſe Bankinſtitute, für ihre Papiere dadurch Käufer zu gewinnen, daß ſie zum Zwecke der Reklame in den Zeitungen mehr oder weniger den tatſächlichen Verhältniſſen entſprechende Angaben veröffentlichten. Eigentümlicherweiſe nahm man in der Aktiennovelle von 1884 davon Abſtand, den Proſpektzwang einzuführen. Als Begründung dafür wurde angeführt, daß man durch den Proſpekt einen Zwang, Zeichnungen herbeizuführen, vermeiden wolle, da dies notwendigerweiſe zu Zweideutigkeiten, beſonders zum Verſchweigen derjenigen Tatſachen, die von einer Beteiligung abhalten würden, Veranlaſſung gäbe. Dieſe Anſicht ſtellte ſich ſehr bald als falſch heraus, und zwar wurde dieſe Tatſache durch Maßnahmen bewieſen, die kurze Zeit darauf ergriffen wurden. Die Berliner Börſe machte damit den Anfang.[1])

Zwei Möglichkeiten waren gegeben: Einmal hätte die Börſe, die ja heute noch, ſoferne nicht die Handelskammer Unternehmerin iſt, ein Privatunternehmen eines Teiles der Kaufmannſchaft eines betreffenden Platzes darſtellt, unter Mitwirkung und Beaufſichtigung des Staates[2]) in eine Prüfung des Wertes der zu emittierenden Papiere eintreten müſſen; qualitativ nicht einwandfreie Papiere hätten zum Börſenhandel nicht zugelaſſen werden dürfen. Zum anderen hätte die Börſe, bzw. dieſe Prüfſtelle die Emittentin anhalten können, das Publikum vor Einführung an der Börſe über den Stand des die Wertpapiere ausgebenden Unternehmens durch öffentliche Bekanntmachungen, oder durch Veröffentlichung eines Proſpektes aufzuklären, für deſſen Richtigkeit und Vollſtändigkeit aber gehaftet werden müßte.

Man wählte den zweiten Weg. Im erſteren Falle befürchtete man, einmal das Publikum in gewiſſer Beziehung zu bevormunden und ihm eine eigene Urteilsfähigkeit von vornherein abzuſprechen, andererſeits hätte dies für die Prüfungsſtelle der Börſe eine ſehr verantwortliche Tätigkeit zur Folge gehabt. So entſchied man ſich für die ſog. Proſpekttheorie und dieſe wurde im allgemeinen von den Börſen angenommen. Die Aelteſten der Berliner Kaufmannſchaft führten an der Börſe den Proſpektzwang in § 3 der revidierten Berliner Börſenordnung ſchon kurz nach Erlaß des neuen Aktiengeſetzes ein.

Im Jahre 1892 trat eine Enquetekommiſſion zuſammen, und am 22. Juni 1896 wurde das Börſengeſetz für das Deutſche Reich erlaſſen, das heute in ſeiner veränderten Faſſung vom 8. Mai 1908

---

[1]) Vgl. Lotz, Handwörterbuch der Staatswiſſenſchaften.
[2]) Vgl. Nußbaum, A., Kommentar zum Börſengeſetz, Einleitung.

in Kraft iſt. Durch das Börſengeſetz war die gewünſchte Einheitlichkeit für das Reich erbracht. Damit war es auch unmöglich geworden, daß Börſen für zurückgewieſene Werte entſtanden oder entſtehen konnten.

Da nun das Publikum aus den im Proſpekt gemachten Angaben ſich orientieren, ſowie daraus je nach dem Grade der Fähigkeit zu einer Beurteilung gelangen konnte, es ſich außerdem deren Richtigkeit bewußt war und ſich darauf verlaſſen konnte iſt der Grund der Haftung ohne Zweifel gegeben.

§ 20.

Ueber den Proſpekt und die Zulaſſung der Wertpapiere zum offiziellen Börſenhandel.

Die Haftung des § 45 Börſ. Geſ. bezieht ſich nur auf Wertpapiere, die zum offiziellen Börſenhandel zugelaſſen ſind und dieſe Zulaſſung geſchieht nur auf Grund eines Proſpktes. Nach § 38 Abſ. 2 Börſ. Geſ. müſſen im Proſpekt alle Angaben enthalten ſein, die für die Beurteilung des Wertes des einzuführenden Papieres von Bedeutung ſind.

Vor dem Erlaß der Novelle von 1908 war die Veröffentlichung des Proſpektes Vorausſetzung der Zulaſſung und mußte vor dieſer erfolgt ſein. Da dieſe Vorſchrift für Wertpapiere den Nachteil hatte, daß man aus einer Zeichnung, — Veranlaſſung dazu war der veröffentlichte Proſpekt vor der Zulaſſung — aus der damals geltenden Vorſchrift, dem heutigen § 45 Börſ. Geſ., keine Erſatzanſprüche ableiten konnte, wenn der Proſpekt Unrichtigkeiten enthielt, ſo iſt nach dem geltenden § 38 Abſ. 2 Börſ. Geſ. der Proſpekt erſt vor der Einführung des Wertpapieres an der Börſe, die erſt auf Grund der Zulaſſung erfolgen kann, zu veröffentlichen. Es ſteht dem Emiſſionshaus frei, vor oder nach der Zulaſſung noch weitere Proſpekte zu erlaſſen, jedoch iſt eine Haftung aus § 45 Börſ. Geſ. nicht gegeben. Die Zulaſſungsſtelle kann aber, ſoferne durch dieſes Vorgehen eine Uebervorteilung des Publikums zu befürchten iſt, die Zulaſſung verweigern, oder die ſchon zugelaſſenen Papiere wieder vom Börſenhandel ausſchließen. Als Hauptvorſchrift des Börſen Geſetzes betreff Zulaſſung iſt der ſchon erwähnte § 36 Börſ. Geſ. zu nennen, neben dieſem außerdem noch § 44 Börſ. Geſ., durch den weitere Befugniſſe bezüglich der Zulaſſung der Wertpapiere zum Börſenhandel dem Bundesrat überwieſen waren, der die Zulaſſung noch an weitere Vorausſetzungen knüpfen konnte.

Für die in jedem Falle erforderlichen Angaben ſind die Vorſchriften im einzelnen in den §§ 6—8 der Zulaſſungs-Bekanntmachung niedergelegt. Es können auf Erſuchen der Zulaſſungsſtelle noch weitere Angaben verlangt werden: § 13 Abſ. 2 Zul. Bek. Die Zulaſſungsſtelle iſt gemäß § 36,3 c Börſ. Geſ. und § 13 Zul. Bek. berechtigt, und in beſtimmten Fällen dazu verpflichtet, die Zulaſſung ohne Angabe der Gründe zu verweigern.

Die Zul.-Stelle iſt ferner dazu angehalten, gem. § 13 Abſ. 3 Zul. Bek. Angaben, die durch die Bekanntmachung nicht vorgeſchrieben und von ihr nicht nötig erachtet werden, zu ſtreichen. So müſſen auch reklamenhafte Angaben über die Entwicklung des Unternehmens vermieden werden (§ 13 Zul. Bek.). Der Proſpekt

hat nicht die Aufgabe, Stimmung im Publikum zu machen; er ſoll ſich nur auf reine Tatſachen ſtützen. Ueber die Zulaſſungsſtelle ſelbſt ſei kurz einiges erwähnt: Nußbaum[1]) ſieht ſie als einen Akt der Selbſtverwaltung der Börſe an mit privatrechtlicher Natur. Trotz dieſer Qualifikation kann die Zulaſſungsſtelle in der Hauptſache die Intereſſen der Allgemeinheit berückſichtigen. Heim[2]) will ſie aus dieſem Grunde als Behörde betrachtet wiſſen, was als nicht richtig bezeichnet werden muß. Die Zulaſſungsſtelle iſt lediglich ein Organ der Börſe. Aufgaben und Pflichten derſelben ſind im weſentlichen im § 36, Abſ. 3 und in den §§ 12—14 der Zulaſſungs-Bekanntmachungen feſtgelegt.

§ 1 der Zul. Bek. beſtimmt, daß die zu emittierenden Werte an den genannten Börſen zum Handel nur zugelaſſen werden können, wenn ihr Geſamtwert bei den Börſen Berlin, Hamburg und Frankfurt mindeſtens 1 000 000 Mk., bei allen übrigen mindeſtens 500 000 Mk. beträgt. Dadurch ſollte eine Entlaſtung der Hauptbörſen erreicht werden. Die Feſtſetzung dieſes höheren Mindeſtbetrages für die deutſchen Hauptbörſen geſchah aus Erwägungen heraus, die den Schwierigkeiten bei der Beſtimmung eines Börſenpreiſes für die in den Papieren kleinerer Unternehmungen ſelten vorkommenden Umſätze Rechnung tragen ſollten. Außerdem geſchah dieſe Regelung teils im Intereſſe des volkswirtſchaftlich nützlichen Provinzialbankierſtandes, teils um Werte von Unternehmungen, deren Bedeutung über einen kleinen lokalen Kreis nicht hinausgeht, auf die kleineren, dafür intreſſierten Börſen zu beſchränken; es geſchah dies auch im Intereſſe der Unternehmungen, da deren Entwicklung beſſer verfolgt, ſie ſelbſt mehr beachtet werden können. Auch ſind an kleineren Börſen Kurstreibereien in dieſen Werten leichter zu erſticken als an den großen Börſen.[3]) Das Geſetz läßt uns im Zweifel, ob in dieſem Geſamtbetrag der Betrag der Sperrſtücke enthalten ſei; die Börſen-Enquête-Kommiſſion[4]) war jedoch der Anſicht, daß die Sperrſtücke nicht hinzugezählt werden dürften. Heim[5]) meint, daß die Faſſung des § 1 Zul. Bek. von 1896 eine Anrechnung nicht zulaſſe. Nußbaum[6]) iſt der Anſicht, daß dieſe Stücke nicht als vom Verkehr ausgeſchloſſen betrachtet werden dürfen, da ſie durch ihre Ausgabe bereits in den Verkehr gebracht worden ſeien und nur die mitauferlegte Beſchränkung einen weiteren Umlauf für eine beſtimmte Zeit hintanhalte.

---

[1]) Nußbaum, a. a. O. § 36 III a.
[2]) Heim, a. a. O. S. 68.
[3]) Vgl. Börſ.-Enquête-Kommiſſion, S. 61/62.
[4]) Vgl. a. a. O. S. 62/63.
[5]) Heim, a. a. O. S. 67.
[6]) Vgl, Nußbaum, a. a. O. § 36 Note 4 c u. d, S. 204.

Auch die neue Faſſung, nach der die Summe derjenigen Stücke, die an der Börſe gehandelt werden ſollen, den Mindeſtbetrag erreichen muß, hat den Zweifel nicht beheben können. M. E. iſt es nicht angebracht, Stücke mit verhältnismäßig kurzer Sperrfriſt vom Börſenhandel auszuſchließen, denn der tatſächliche Umlauf iſt nur wenig gehemmt. Dagegen können Stücke mit langer, vielleicht mehrjähriger Sperrverpflichtung auf den Mindeſtbetrag nicht angerechnet werden. Da im allgemeinen von den Emiſſionsbanken hierüber im Proſpekt meiſt keine Angaben gemacht werden, ſo dürfte es zur Aufgabe der Zulaſſungsſtelle gehören, ſich diesbezügliche Auskunft geben zu laſſen.

§ 21.

Die haftenden Perſonen.

Da, wie ſchon oben erwähnt, für den Erwerber der Papiere die im Proſpekt enthaltenen Angaben maßgebend ſind und deshalb die Urheber des Proſpektes haftbar ſein müſſen, hat der Geſetzgeber im § 45 Börſ. Geſ. eine Verpflichtung zur Haftung aufgeſtellt für diejenigen, die den Proſpekt erlaſſen, als auch für die, von denen der Proſpekt ausgeht. Abſ. 2 des § 45 Börſ. Geſ. beſtimmt ferner: „Die Erſatzpflicht wird dadurch nicht ausgeſchloſſen, daß der Proſpekt die Angaben als von einem Dritten herrührend bezeichnet". Damit wollte der Geſetzgeber verhindern, daß den Emittenten überhaupt eine Möglichkeit bleibe, durch irgendwelche Machenſchaften der Erſatzpflicht zu entgehen. Es wäre ſonſt für die Emiſſionshäuſer die Möglichkeit offen geweſen, daß ſie den Proſpekt als ſolchen garnicht unterzeichneten, ſondern nur den Nachſatz. Heute werden ja nun alle Proſpekte nicht von den Emittenten, ſondern von dem Vorſtand der Geſellſchaft, deren Aktien emittiert werden ſollen, unterzeichnet. Die emittierende Bank als alleinige Emittentin oder als leitendes Haus des Emiſſionskonſortiums oder auch mehrere Bankhäuſer in dieſer Eigenſchaft unterzeichnen nur den Nachſatz, der unmittelbar auf den Proſpekt folgt und ungefähr folgenden Wortlaut hat: „Auf Grund des vorſtehenden Proſpektes ſind . . . . . zum Handel an der . . . . . Börſe zugelaſſen und werden unter nachſtehenden Bedingungen zur öffentlichen Zeichnung oder zum Kaufe angeboten". Es iſt nun zweifelhaft, aus welchen Geſichtspunkten die Emittenten zur Haftung verpflichtet ſind. Der Wortlaut des Geſetzes ſelbſt bietet hier keinerlei Anhaltspunkte; haftet ſie als Erlaſſer des Proſpektes oder weil derſelbe von ihnen ausgeht oder ſchließlich aus § 45 II Börſ. Geſ. Die Literatur hat dieſe Frage zum Gegenſtand mancher Erörterungen genommen.[1])

Von Intereſſe und Bedeutung zugleich iſt, welche rechtliche Stellung der Nachſatz einnimmt. Die herrſchende Meinung[2]) ebenſo wie die Praxis der Zulaſſungsſtellen geht dahin, daß dieſer Nachſatz ein integrierender Beſtandteil des Proſpektes ſei — und daß daher der Emittent als Erlaſſer haftet. Damit kommt auch § 45 II Börſ. Geſ. in Betracht, der für dieſe Auslegung, für dieſen Fall geſchaffen iſt. In den Motiven[3]) heißt es in Bezug auf den Satz:

---

[1]) Vgl. Nußbaum, § 45 Anm. 2; Kahn, § 45; Dove, Bemerkungen zu § 45; Heim, a. a. O. S. 72/73.

[2]) Vgl. R. G. 80, S. 196; Nußbaum, § 45, S. 46 II a; Rießer-Rehm, § 45,2.

[3]) a. a. O. 1887

„Die Erſatzpflicht wird dadurch nicht ausgeſchloſſen, daß der Proſpekt die Angaben als von einem Dritten herrührend bezeichnet . . . .“ wörtlich:

„um zu verhindern, daß die Emiſſionshäuſer ſich dadurch ihrer Verantwortlichkeit für den Inhalt des Proſpektes entziehen, daß ſie den Proſpekt nicht ſelbſt unterzeichnen, ſondern von anderen unterzeichnen laſſen und dann die Erklärung abgeben, daß ſie auf Grund des obigen Proſpektes die Effekten an der Börſe einführen, erſchien der Kommiſſion eine Beſtimmung unerläßlich, daß die Haftpflicht der Emiſſionshäuſer dadurch nicht ausgeſchloſſen wird, daß der Proſpekt die Angaben als lediglich von einem Dritten herrührend bezeichnet“. —

Ferner iſt die Haftung auch ausgedehnt auf diejenigen, von denen der Erlaß des Proſpektes ausgeht, alſo auf jene Perſonen, welche den Proſpekt zwar nicht veröffentlichten oder unterzeichneten, ſondern irgendwo im Hintergrund die Emiſſion betrieben oder für dieſen Zweck eine Firma, den ſog. „Sitzemittenten“ vorgeſchoben oder erſt eigens dafür gebildet haben.[4]) Nußbaum[5]) meint, daß die Haftung des Emiſſionshauſes dann nicht als gegeben anzuſehen ſei, wenn es beauftragt iſt und für ſeine Bemühungen Proviſion erhält. Dieſe Anſicht iſt m. E. nicht richtig, da dieſe Proviſion nur gezahlt wird, wenn die Emiſſion mit Erfolg durchgeführt wird, liegt doch gerade in der glücklichen Durchführung der Emiſſion ein Geſchäftsintereſſe des Emiſſionshauſes. Und hiermit iſt der Grund zur Haftung m. E. gegeben. Dieſe Vorſchrift beruht auf einen Beſchluß der Reichstagskommiſſion und durch dieſen iſt der § 45 Börſ. Geſ. eigentlich überflüſſig geworden. Heim[6]) behauptet, daß man die Streichung dieſes Abſatzes überſehen hätte; vielleicht hat man aber mit Abſicht beide Formulierungen nebeneinander ſtehen laſſen, um in dieſer ſo wichtigen Frage jede Möglichkeit eines Zweifels zu beſeitigen.

Durch die Zul. Bek. § 5 Abſ. 1 von 1910, mit dem Wortlaut: „Der Antrag auf Zulaſſung von Wertpapieren zum Börſenhandel muß von einer an der Börſe vertretenen, öffentlichen Bankanſtalt, Privatbank, Bankfirma geſtellt werden“, verdrängt auch von dieſer Seite aus die Gefahr, durch vorgeſchobene Emittenten, den ſog. Sitzemittenten, der Haftverpflichtung zu entgehen. Es iſt mithin ganz intereſſant feſtzuſtellen, daß damit der Geſetzgeber den am Börſenplatz anſäſſigen Banken ein Monopol, wenn auch nur in Bezug auf einen Antrag, vermittelt hat. § 5 Abſ. 3

[4]) Vgl. Kahn, § 203, S. 2.
[5]) Vgl. Nußbaum, a. a. O. S. 193.
[6]) Vgl. Heim, a. a. O. S. 72, Anm. 2.

dieſer Zul. Bek. von 1910 beſtimmt fernerhin, daß zu den Erlaſſern des Proſpektes auch der Antragſteller gehören muß. Er kann jedoch ſeine Unterſchrift auch unter die Nachſchrift ſetzen. Damit wird die unter dem Nachſatz ſtehende Unterſchrift zur Proſpekt-Unterſchrift gemacht. Der Proſpekt iſt immer vom Erlaſſer zu unterzeichnen. § 44 Börſ. Geſ. hatte den Bundesrat nur ermächtigt, die Aufgaben der Zulaſſungsſtellen und die Bedingungen für die Zulaſſung zu regeln. Der Bundesrat hatte nun für die Zulaſſung eines Proſpektes die Forderung erhoben, daß der Proſpekt von dem Emiſſionshaus unterzeichnet ſein müſſe, dieſem aber gleichzeitig geſtattet, daß es dieſe Unterſchrift auch unter dem Nachſatz ſetzen könne. Somit iſt nach § 45 Börſ. Geſ. eine Haftung nur für den Fall, daß das Emiſſionshaus nach außen garnicht in Erſcheinung tritt, ausgeſchloſſen. Sowohl Erlaſſer wie Urheber des Proſpektes haften nach dem Geſetz als Geſamtſchuldner. Die Vorausſetzungen zur Haftung müſſen aber bei beiden erfüllt ſein.

§ 22.

Die Vorausſetzungen der Haftung.

a.) Mangelhaftigkeit des Proſpektes.

Nach den Vorſchriften des Börſ. Geſ. ſind die Vorausſetzungen der Haftung: Fehlerhafter Proſpekt, Verſchulden des Emittenten und Kauſalzuſammenhang.

Der Schaden kann nur von dem Beſitzer des Papieres geltend gemacht werden, das im Inland erworben ſein muß; außerdem mußte es auf Grund desſelben Proſpektes erworben werden, auf Grund deſſen es zum Handel zugelaſſen wurde. Die Fehlerhaftigkeit des Proſpektes umfaßt die Unrichtigkeit und die Unvollſtändigkeit. Nach Dove[1]) fallen unter die Angaben über die Unrichtigkeit nur poſitive Tatſachen, aber keine Urteile oder bloße Vermutungen.[2]) Unter Erheblichkeit ſind im weſentlichen alle in den §§ 6—8 Zul. Bek. angeführten Angaben zu verſtehen. M. E. ſind ſie nicht generell erheblich, ſondern es iſt von der allgemeinen Wirtſchaftslage abhängig, welche von ihnen die Beurteilung beeinfluſſen. Alle diejenigen Angaben fallen jedoch unter die geſetzlichen Beſtimmungen, die ſich auf den rechtlichen Beſtand und den Umfang der in dem Wertpapier verkörperten Rechte beziehen. Für die Beurteilung der Erheblichkeit iſt die Anſicht des Emiſſionshauſes oder des Aktienerwerbers ohne Bedeutung; hier kann der Richter unter Heranziehung von Sachverſtändigen aus pflichtmäßigem Ermeſſen die Entſcheidung treffen.[3]) Für den Zeitpunkt der Erheblichkeit iſt der Augenblick der Einreichung des Proſpektes maßgebend. Dies iſt inſoferne von Bedeutung, als mit der Möglichkeit gerechnet werden muß, daß durch Verſchieben beſtehender Verhältniſſe, durch Eintreten irgendwelcher Ereigniſſe ſich die Anſichten über die Erheblichkeit von Angaben ändern können. Das Emiſſionshaus iſt dann aber nicht mehr in der Lage, nachträglich eine Aenderung des Proſpektes herbeizuführen und kann auch dadurch nicht haftbar gemacht werden.

Der Fall der Unvollſtändigkeit iſt wohl infolge der Regelung des Zulaſſungsweſens nicht mehr praktiſch.

b.) Das Verſchulden.

Soll der Anſpruch voll begründet ſein, ſo muß neben der Fehlerhaftigkeit des Proſpektes noch das Verſchulden des emittierenden Bankhauſes, bzw. der Emittenten vorliegen. Es wird

---

[1]) Dove, Bankarchiv, S. 171.
[2]) Vgl. auch Kahn, a. a. O. S. 201; Bernſtein, a. a. O. S. 171.
[3]) Vgl. Rießer-Rehm, § 45, S. 2.

unterſchieden zwiſchen der Unrichtigkeit und der Unvollſtändigkeit des Proſpektes. Und zwar verlangt das Geſetz im erſteren Falle die grob fahrläſſige Nichtkenntnis der Unrichtigkeit, wohingegen es im letzteren Falle ſogar ein bösliches Verſchweigen oder böswilliges Unterlaſſen einer eingehenden Prüfung fordert. Ohne Zweifel geht der Geſetzgeber im Intereſſe der Emittenten bei der Haftung für die Unrichtigkeit des Proſpektes ſehr weit. Die Außerachtlaſſung der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes genügt ihm noch nicht, auch nicht die Verletzung der zu beobachtenden Sorgfalt in eigenen Angelegenheiten (diligentia quam in ſuis). Das Geſetz verlangt grobe Fahrläſſigkeit. Ueber den Begriff der groben Fahrläſſigkeit ſagt das Reichsgericht in einer älteren Entſcheidung:[4]) Das Verſchulden müſſe ſo geartet ſein, daß es auch ohne Anſtrengung der Aufmerkſamkeit hätte vermieden werden können. Ob grobe Fahrläſſigkeit vorliegt oder nicht, wird alſo immer Tatfrage ſein. Was das Verſchulden des Emiſſionshauſes betrifft, ſo muß feſtgeſtellt werden, wie weit es zur Nachprüfung der von dem Unternehmen gelieferten Angaben verpflichtet iſt. Hat ſich die emittierende Bank auf die Prüfungstätigkeit, wie ſie von ordentlichen Emittenten in den gleichen Fällen geübt wird, beſchränkt, ſo iſt ein grobes Verſchulden von vornherein ausgeſchloſſen. Dieſe allgemein geübte Sorgfalt iſt dann immer den Verkehrsbedürfniſſen und der Rechtsanſchauung angepaßt.

Jedoch wird dann ein Verſchulden des Emiſſionshauſes vorliegen, wenn dasſelbe eine Nachprüfung der Angaben, die ihm in Bezug auf verſchiedene wichtige Punkte der Unrichtigkeit verdächtig erſchienen, oder erſcheinen mußten, trotzdem nicht vornahm. Bezüglich der Prüfung dieſer Angaben der Geſellſchaft äußert ſich Apt:[5]) „Es hat ſich ein Handelsbrauch darüber nicht gebildet, in welchem Umfang ein Emiſſionshaus, welches die Aktien einer beſtehenden Aktiengeſellſchaft einführt, und zu dieſem Zwecke einen Proſpekt mit der letzten Bilanz dieſer Geſellſchaft veröffentlicht, zur Prüfung der Bücher und Beſtände der letzteren verpflichtet iſt."

In dieſer Frage iſt ein Prozeß von erheblicher Bedeutung, der in den Jahren von 1905—1912 gegen den A. Schaaffhauſen'ſchen Bankverein geführt wurde und der auch zur Klarſtellung vieler Fragen geführt hat.[6]) Springer gab im Verlaufe des Prozeßes auf Erſuchen des Reichsgerichtes ein Gutachten ab, das ſich mit allen einſchlägigen Verhältniſſen und Gepflogenheiten eingehend

---

[4]) R. G. Bd. 46, S. 85.
[5]) Apt: Gutachten der Aelteſten der Berliner Kaufmannſchaft 1907.
[6]) Bankarchiv 1911—1912, S. 190 ff.; R. G. Bd. 80, S. 196 ff.

beſchäftigt und den Umſtänden Rechnung trägt. Springer faßt ſelbſt ſeine Ausführungen mit den Worten zuſammen:

„Es beſteht keine allgemeine Gepflogenheit der großen Berliner Emiſſionshäuſer, vor dem Antrag auf Zulaſſung von Aktien an der Berliner Börſe, die zur Aufnahme in den Proſpekt beſtimmten Angaben des Unternehmens hinſichtlich ihrer Richtigkeit einer ſelbſtändigen, eingehenden Prüfung, insbeſondere an Hand der Geſchäftsbücher, zu unterziehen. Es haben ſich keine feſten Regeln oder allgemeine Gepflogenheiten dafür herausgebildet, in welchen Fällen und bis zu welchem Grade des Eindringens, ſowie mit welchen Mitteln die in dem Proſpekt enthaltenen Angaben des Unternehmens durch das Emiſſionsinſtitut ſelbſtändig geprüft werden. Die Handhabung iſt vielmehr je nach der konkreten Lage des Falles eine verſchiedene und wird u. a. auch durch folgende Momente beeinflußt: Anſehen und geſchäftliche Erfolge des Unternehmens, Vorfälle im laufenden Geſchäftsjahr, Bemerkungen in den Geſchäftsberichten, auffällige Poſten in der Bilanz und das Fehlen näherer Beziehungen zwiſchen dem Unternehmen und dem Emiſſionshaus. Eine Prüfung an Hand der Geſchäftsbücher, namentlich eine Reviſion der in dem Proſpekt abzudruckenden Bilanz auf ihre Richtigkeit bildet die Ausnahme und pflegt nicht ohne beſondere Veranlaſſung, die ſie erforderlich und dringend erwünſcht macht, gefordert und vorgenommen zu werden."

Aus den Ausführungen Springers geht hervor, daß das Emiſſionshaus nicht einfach deswegen haftbar gemacht werden dürfe, weil es eine Prüfung unterließ; es muß ihm nachgewieſen werden, daß es unter den gegebenen Umſtänden ſeine Pflicht geweſen wäre, eine Prüfung durchzuführen. Das Urteil des Kammergerichts im genannten Prozeß, das im weſentlichen den Darlegungen von Rießer-Rehm[7]) folgt, verlangte eine eigene Nachprüfung inſoweit, als dieſe „ohne unbillige Belaſtung mit Arbeit und Mühe ſich ermöglichen laſſe". Entgegen dieſer Urteilsbegründung hat das Reichsgericht, geſtützt auf oben angezogenes Gutachten Springers, in ſeiner Entſcheidung als Reviſionsbericht v. 12. X. 1912 das Urteil des Kammergerichts aufgehoben.[8]) Es hat die Meinung vertreten, daß ſich eine Verpflichtung des Inhaltes, daß das Emiſſionshaus in allen Fällen die Buchführung und Beſtände der Geſellſchaft, die ihre Aktien an der Börſe einführen will, prüfe, nicht aufgeſtellt werden könne. Es ſei vielmehr objektiv zu prüfen, welches Maß von Sorgfalt die gegebenen Verhältniſſe in jedem

[7]) Rießer-Rehm, a. a. O. § 45,4.
[8]) R. G. Bd. 80, S. 196 ff.

einzelnen Falle von dem Emiſſionshaus gefordert hätten. Dieſer Entſcheidung iſt m. E. unbedingt beizupflichten.

Springer[9]) betont, daß der Verkehr mit den größeren Banken in ſo hohem Maße von dem Grundſatz von Treu und Glauben beherrſcht ſei, daß man betrügeriſche Manipulationen kaum noch annehmen kann, zumal auch eine Reihe geſetzlicher Beſtimmungen bezügl. der Abfaſſung von Geſchäftsberichten und Bilanzen, die für die Oeffentlichkeit beſtimmt ſind, beſtehen, deren Außerachtlaſſen u. U. Strafverfolgung nach ſich ziehen kann. Springer glaubt, daß in der Praxis eine derartige eingehende Prüfung, wie ſie das Kammergericht für notwendig erachtet, als eine auf Mißtrauen beruhende, beleidigende Zumutung mit dem Abbruch der geſchäftlichen Beziehungen beantwortet würde. In dieſem Zuſammenhang ſei auf ein früheres Kapitel verwieſen, in dem über dieſe Frage der Prüfung der Angeber, bzw. des Unternehmens, bereits in Verbindung mit dem Treuhänderbegriff und der Tätigkeit der Treuhandgeſellſchaften einiges kurz geſagt wurde.[10])

Aus alledem muß man zu dem Ergebnis kommen, daß ein grobes Verſchulden der Emittenten bezügl. der Proſpektangaben letzten Endes immer Tatfrage, Sache des einzelnen Falles ſein wird. In dieſem Sinne iſt auch den Darlegungen Bernſteins zuzuſtimmen.[11]) Ein Verſchulden, beſonders ein grobes Verſchulden, ſei um ſo weniger anzunehmen, als das Emiſſionshaus ſich auf die Prüfungspflicht beſchränkt, welche Emiſſionshäuſer in derartigen Fällen anzuwenden pflegen und das Verſchulden ſei umſo ſtrenger zu verurteilen, je näher ein Zweifel an der Richtigkeit der Angaben lag, je erheblicher die Angaben für die Wertbemeſſung waren und je leichter die Feſtſtellung des richtigen Sachverhaltes für den Beklagten geweſen wäre.

Wenn die Frage der Tragweite der Unrichtigkeit und deren Bedeutung in dieſem Zuſammenhang etwas ausführlicher betrachtet werden mußte, da das Geſetz eben eine gewiſſe Elaſtizität walten läßt, ſo wird im folgenden der Frage der Haftung wegen Unvollſtändigkeit des Proſpektes eine kürzere Unterſuchung widerfahren können.

Hier genügt nicht einmal Fahrläſſigkeit, hier muß böſliches Verſchweigen oder böſliches Unterlaſſen einer ausreichenden Prüfung nachgewieſen werden. Die Begriffsbeſtimmung „Böslichkeit" iſt oben ſchon gegeben worden. Für den einzelnen Fall wird man m. E. die Anſicht vertreten können, daß ein böſliches Verſchweigen dann anzunehmen iſt, wenn das Emiſſionshaus abſichtlich Tatſachen verſchweigt, von denen es überzeugt iſt, daß

---

[9]) Springer, a. a. O. S. 285.
[10]) Vgl. § 5 c.
[11]) Vgl. §§ 45–47 B. 3 c., S. 194/195.

deren Bekanntwerden einen ungünſtigen Einfluß auf die Beurteilung der Papiere hervorrufen würde, eine weitere Prüfung nicht für notwendig erklärt, obwohl es die ſeinige ſelbſt nicht für ausreichend erachtet, oder ſie unterläßt, weil es befürchten muß, daß durch eine nähere Prüfung ungünſtige, aber weſentliche und bekanntzugebende Momente hervortreten würden.

In der Praxis wird eine Klage wegen Unvollſtändigkeit heute faſt vollkommen ausgeſchloſſen ſein infolge der überaus genauen und gründlichen Sachkenntnis der betreffenden Zulaſſungsſtellen, die von ſich aus den Proſpekt wegen mangelnder Vollſtändigkeit der Angaben in dieſer Form zurückweiſen würden.

c.) Der Kauſalzuſammenhang.

Von einer Verpflichtung zur Haftung kann erſt dann die Rede ſein, wenn ein Schaden entſtanden iſt und zwiſchen dieſem Schaden und der Fehlerhaftigkeit des Proſpektes ein Kauſalzuſammenhang beſteht.

Was iſt unter dem Begriff Schaden aber zu verſtehen? Hier kann nur der poſitive Schaden in Betracht kommen, das lucrum cessans iſt ohne Bedeutung, da ja das Emiſſionshaus die Möglichkeit hat, durch Selbſtübernahme zum Erwerbs- oder Einführungskurs gegen deſſen Geltendmachung ſich zu ſichern. Von Bedeutung iſt die Frage, wie der Schaden feſtzuſtellen, feſtzuſetzen iſt — und welche Bedeutung welchem Kurs für dieſe Feſtſetzung innewohnt.

Das Reichsgericht[12]) hat in ſeiner Entſcheidung die Werte in Anlage- und Spekulationswerte geteilt. Für denjenigen, der die Papiere zum Zwecke der Kapitalsanlage erwirbt — alſo Anlagepapiere — ſei der Kurs ohne Bedeutung; anders bei den Spekulanten, deren Tätigkeit gerade auf der vollen Ausnützung des Kursunterſchiedes bei An- und Verkaufen der Werte beruhe, alſo die Papiere immer weiter veräußert werden, um aus der Kursdifferenz den Gewinn zu erzielen.

Gegen dieſe Anſicht des Reichsgerichts wendet ſich Heim[13]) in ſeinen Ausführungen. Er will noch den Begriff der unbedeutenden Kursveränderung hinzunehmen und meint, daß dieſe für denjenigen, der nur eine Kapitalsanlage bezwecken wollte, ohne Bedeutung ſei, was aber dem Spekulanten bereits Schaden verurſachen könne.

---

[12]) R. G. Bd. 80, S. 196 ff.
[13]) Heim, a. a. O. S. 77.

M. E. kann weder der Anſicht des Reichsgerichtes noch der Heim's beigepflichtet werden. In Bezug auf erſtere Anſicht iſt zu ſagen, daß man eine ſcharfe Trennung zwiſchen Anlage- und Spekulationswerten nie genau treffen können wird; es können auch Staatspapiere zum Spekulations- und Induſtriepapiere zum Anlageobjekt gemacht werden. Der Meinung Heim's wäre entgegenzuhalten, daß der Begriff der „unbedeutenden Kursveränderung" ſehr dehnbar iſt. Es iſt darum immer genau zu unterſcheiden, ob nun von Anfang an Spekulationsabſicht vorliegt oder nicht!

Mit Staub[14]) iſt zu ſagen, daß der Kläger in ſolchen Zweifelsfällen immer in der Lage wäre, ſich auf die ihm günſtigere Kaufabſicht zu berufen. M. E. kann man mit ganz einfachen Vorſtellungen an die Beantwortung dieſer Frage gehen: ein Schaden liegt dann objektiv vor, wenn der Kurs geſunken, oder wenn das Erträgnis zurückgegangen iſt. Dann iſt ein Schaden ſchon bei relativ kleinem Kursrückgang oder geringeren Erträgniſſen dadurch eingetreten und mit Vorhandenſein der anderen Vorausſetzungen ein Klageanſpruch gegeben. Damit hat aber trotzdem der Proſpekt nicht die Eigenſchaft eines gegenüber jedem Dritten gegebenen Verſprechens auf unentgeltliche Verſicherung gegen Kursverluſt, denn der Kauſalzuſammenhang zwiſchen Kursverluſt oder Erträgnisrückgang muß beſtehen, ſoll ein Klageanſpruch auf Schadenserſatz gegen den Emittenten zuſtandekommen. Nach allgemeiner Auffaſſung iſt aber auch ein Kauſalzuſammenhang zwiſchen den fehlerhaften Angaben im Proſpekt und dem Erwerb der Wertpapiere erforderlich.

Das Sinken des Kurſes könnte oberflächlich betrachtet, als Grund für die Haftung erblickt werden, da doch damit immer ein Schaden verbunden ſein wird. Es iſt jedoch an ſich kein Grund zur Haftung. Auf den Kauſalzuſammenhang kommt es dabei an. Eine Kursveränderung kann durch das kaufende Publikum ſelbſt verurſacht ſein, iſt es in den meiſten Fällen, und zwar z. B., wenn dieſem Kursrückgang ein plötzliches Anziehen der Kurſe, eine Steigerung bis zu ungewöhnlich hohen Sätzen vorangegangen war. Es muß bei dieſer Gelegenheit auch Heim's[15]) Anſicht zurückgewieſen werden, der den Kauſalzuſammenhang für unterbrochen betrachtet, wenn gleichzeitig mit dem Bekanntwerden von Unrichtigkeiten auch andere Umſtände den Kurs des Papieres ungünſtig beeinfluſſen. Der urſächliche Zuſammenhang bleibt hier beſtehen; der Richter wird eben nach freiem Ermeſſen unter Berückſichtigung der anderen Umſtände die durch den unrichtigen Proſpekt verurſachte Höhe des Schadens feſtſetzen. Für

[14]) Staub, Vgl. § 249, Anm. 19.
[15]) Vgl. Heim, a. a. O. S. 73 ff.

den Kauſalzuſammenhang wird es genügen, wenn im Falle des Bekanntwerdens oder Bekanntſeins der Fehlerhaftigkeit des Proſpektes die Kursbewegung des Papieres zur Zeit des Erwerbes durch den Erſatzfordernden eine niedrigere geweſen wäre. § 45 Börſ. Geſ. ſagt: Der Schaden müſſe aus der von den im Proſpekt gemachten Angaben abweichenden Sachlage entſtanden ſein. Darüber ſpricht ſich Dove[16]) ebenſo aus:

„Es bedarf keiner weiteren Darlegung eines Kauſalzuſammenhanges zwiſchen den bezeichneten Proſpektmängeln und dem eingetretenen Schaden als der ſchädigenden Differenz zwiſchen der wahren Sachlage und den gemachten oder unterlaſſenen Angaben".

Was den Kläger betrifft, ſo braucht dieſer, wie aus den Motiven[17]) hervorgeht, den Proſpekt weder geleſen noch überhaupt gekannt zu haben. Nach allgemeinen Grundſätzen urteilend, müßte man annehmen, daß der Käufer den Beweis dafür erbringen muß, daß ihm der Proſpekt bekannt geweſen ſei. Es genügt jedoch, wie das Reichsgericht[18]) annimmt, daß die Aktie auf Grund der ſich durch den Proſpekt in den dafür intereſſierenden Kreiſen bildenden Stimmung erworben iſt. Ein Beweis kommt jedoch nach Anſicht des Reichsgerichts[19]) praktiſch nicht in Frage, da dieſer Kauſalzuſammenhang nach allgemeinen Geſichtspunkten immer gegeben ſein wird.

[16]) Dove, a. a. O. C. V. K. S. 169.
[17]) Motive zu Börſ. Geſ. 1896, S. 237; ebenſo Coſack, S. 27.
[18]) R. G. Bd. 80, S. 203.
[19]) R. G. Bd. 80, S. 203 ff.

§ 23.

Die erſatzberechtigten Perſonen.

Gemäß §§ 45, 46 Börſ. Geſ. iſt jeder Beſitzer einer Aktie, die dieſer auf Grund eines im Inland getätigten und abgeſchloſſenen Geſchäftes erworben hat, ſchadenserſatzberechtigt. Als Beſitzer auch im börſenrechtlichem Sinne iſt derjenige anzuſehen, der den Tatbeſtand des § 854 BGB. erfüllt: Beſitzer einer Sache iſt derjenige, der die tatſächliche Gewalt über die Sache hat. § 45 Börſ. Geſ. ſagt ausdrücklich: „Jeder Beſitzer". Das Geſetz will damit einmal den emittierenden Banken entgegenkommen und zugleich dem kaufenden Publikum. Dem Emiſſionshaus: Daß es den Beſitz des Papieres verlangt und ſomit das Emiſſionshaus davor ſchützt, daß auch frühere Beſitzer, die ſchon ihre Aktien wegen Kursverluſtes veräußert haben, nachträglich Schadenserſatzanſprüche geltend machen. In einem ſolchen Fall beſtünde für das Emiſſionshaus die Möglichkeit, gleichzeitig von mehreren in derſelben Angelegenheit wegen Schadenserſatzanſprüche belangt zu werden. Veräußert ein Aktienbeſitzer ſeine Werte, ſo kann er auch nachträglich aus § 45 Börſ. Geſ. keine Anſprüche mehr geltend machen, denn dieſes Recht iſt mit dem Abſtoßen der Papiere erloſchen. Es bedeutet ein Entgegenkommen gegen das kaufende Publikum: Wäre nur der erſte Erwerber eines gekauften Papieres berechtigt, Schadenserſatzanſprüche geltend zu machen, ſo würden die Emiſſionsbanken dies damit umgehen, daß ſie als Erſterwerber von ſich aus nur ſolche Erwerber wählten, von denen ſie wiſſen, daß ſie keine Erſatzanſprüche geltend machen können. Damit hätte die ganze Haftungspflicht ihren Zweck verfehlt.

Der § 45, Abſ. 1 Börſ. Geſ. wird durch § 46, Abſ. 1 Börſ. Geſ. eingeſchränkt, indem nur Eigenbeſitzer, die die Papiere durch ein im Inland abgeſchloſſenes Geſchäft erworben haben, zum Schadenserſatzanſpruch berechtigt werden. Damit ſind unrechtmäßige Erwerber, z. B. Diebe, ausgeſchloſſen, aber auch ein Anſpruch von Beſchenkten iſt damit hinfällig. Die Stellung des Erben iſt dagegen umſtritten und auf alle Fälle muß dem Erben als Univerſalſucceſſor des Erblaſſers die Klagelegitimation überlaſſen bleiben. Pfandgläubiger und Nießbraucher und andere Perſonen mit ähnlichen Beſitzverhältniſſen ſind zur Klage nicht berechtigt, weil ſie über das Papier nicht frei verfügen können, was § 46, Abſ. 2 Börſ. Geſ. verlangt.[1]) Wie bereits erwähnt, müſſen die Wertpapiere durch ein im Inland abgeſchloſſenes Geſchäft erworben ſein. Dabei iſt vollkommen gleichgültig, welcher Nation der

[1]) Vgl. Dove, C. V. K. § 45, Anm. 2; Bernſtein §§ 45–47, Anm. 1; Nußbaum, § 46, Anm. 4.

Erwerber angehört. Als entſcheidenden Ort ſieht Nußbaum[2]) den Erfüllungsort an, da hier das Geſchäft den Schwerpunkt ſeiner räumlichen Beziehungen habe. Nach Staudinger[3]) ſei der Abſchlußort da, wo die Annahmeerklärung dem betreffenden Antragenden zugehe. Die richtige Anſicht iſt m. E. die Bernſteins[4]), der gemäß § 151 BGB. den Ort als entſcheidend betrachtet, an dem die Annahme des Antrages erfolgt.

---

[2]) Vgl. Nußbaum, § 46, Anm. II c.
[3]) Vgl. Staudinger, a. a. O. S. 503.
[4]) Vgl. Bernſtein, S. 166.

§ 24.

Umfang der Schadenserſatzpflicht.

Gemäß den Vorſchriften des Börſ. Geſ. iſt dem Aktienbeſitzer inſoweit der Schaden zu erſetzen, als er ihm entſtanden iſt dadurch, daß aus den Angaben im Proſpekt die richtige Lage des Unternehmens nicht zu erſehen war. Daraus folgt, daß der Schaden aus der Differenz zwiſchen Erwerbspreis und Kursſtand zu errechnen ſei, unter der Vorausſetzung, daß dieſer als wahrer Wertmeſſer in Betracht gezogen werden könne. Dies iſt jedoch abzulehnen; denn Kursſchwankungen ſind von den verſchiedenſten Umſtänden abhängig, im allgemeinen durchweg von ganz anderen, als den ſich aus einem fehlerhaften Proſpekt ergebenden. Es müßte alſo in jedem Falle Sache des Gerichtes ſein, alle Umſtände genau zu prüfen und den Schaden nach freiem Ermeſſen feſtzuſetzen. Um aber doch von vornherein nicht ganz ohne Richtſchnur bei Behandlung ſolcher Fälle zu ſein und die Emiſſionshäuſer vor allzu weitgehenden Anſprüchen zu bewahren — im Intereſſe einer geregelten Wirtſchaft und ſomit auch zum Nutzen der Aktienbeſitzer — hat der Geſetzgeber das im § 46 Börſ. Geſ. geregelte Wahlrecht gegeben.[1]) Uebernimmt das Emiſſionshaus die Aktien zum Einführungskurs — d. h. zu dem Kurs, zu dem die Aktien an der Börſe eingeführt wurden, ſo ſind hierzu ſämtliche Koſten und Stempel-, Proviſion- und Courtagekoſten hinzuzurechnen. Das Reichsgericht[2]) ſchließt aus den Vorſchriften über das konkurrierende Verſchulden, die bei § 46 Börſ. Geſ. ausgeſchloſſen ſeien, daß der Wertpapierbeſitzer verpflichtet ſei, um eine Vergrößerung des Schadens zu verhüten, nach erlangter Kenntnis der Fehlerhaftigkeit des Proſpektes dem Erſatzverpflichteten ſeine Anſprüche mitzuteilen, damit dieſer Gelegenheit habe, von ſeinem Wahlrecht Gebrauch zu machen. Handelt der Erſatzberechtigte dem entgegen, ſo trifft nach § 254 BGB. eine Verteilung des Schadens ein.

Dieſe Haftungsvorſchriften ſind nach § 48 Börſ. Geſ. zwingendes Recht, ſie können durch Parteivereinbarungen nach keiner Seite hin verändert werden. Den Parteien ſteht es aber anheim, den entſtandenen Anſpruch im Wege der Vergleiches oder des Verzichtes zu beſeitigen.

Alle weitergehende Anſprüche, welche nach den Vorſchriften des bürgerlichen Rechtes auf Grund von Verträgen geltend gemacht werden können, bleiben unberührt. § 48, Abſ. 2 Börſ. Geſ.

---

[1]) Vgl. Heim, a. a. O. S. 86 ff.
[2]) R. G. Bd. 80, S. 196.

§ 25.

Beſchränkung und Ausſchluß der Haftung, Verjährung.

Da die genaue Feſtſetzung des Schadens gewiß oft mit großen Schwierigkeiten verbunden iſt und auch dann eine der Sachlage in allen Stücken gerechtwerdende Beurteilung ſelten ſein dürfte, hat der Geſetzgeber die Erſatzpflicht der Emiſſionsbanken inſoweit eingeſchränkt, als der Erſatzverpflichtete zum Ausgleich aller Anſprüche das Wertpapier gegen Erſtattung des Erwerbspreiſes oder des Einführungskurſes übernehmen kann. Dieſes Wahlrecht ſteht nicht dem Erſatzberechtigten, ſondern dem Erſatzverpflichteten zu, wie es gleichfalls ſeinem Ermeſſen obliegt, den Erwerbspreis oder den Einführungskurs zu bezahlen. Letzteres iſt keine Alternativobligation, denn ſeine Verpflichtung, ebenſo der Klageanſpruch, lauten auf Schadenserſatz, das Emiſſionshaus kann ſich aber durch eine andere Leiſtung befreien (facultas alternativa). Dieſes Wahlrecht ſteht dem Emiſſionshaus jedoch nur bis zum Urteilserlaß zu. Hat es bis dahin keinen Gebrauch gemacht, ſo iſt es zum Erſatz des vollen Schadens zu verurteilen.

Hat der Beſitzer die Unrichtigkeit oder Unvollſtändigkeit des Proſpektes bei dem Erwerbe — alſo in dem Zeitpunkt des rechtskräftig gewordenen Erwerbsgeſchäftes — gekannt, ſo iſt das Emiſſionshaus von ſeiner Schadenserſatzpflicht gänzlich befreit. Ebenſo befreit iſt es ferner, wenn der Beſitzer des Papieres bei dem Erwerbe die Unrichtigkeit des Proſpektes bei Anwendung derjenigen Sorgfalt, die er in eigenen Angelegenheiten beobachtet, kennen mußte, es ſei denn, daß die Erſatzpflicht durch böſliches Verhalten begründet iſt (§ 46,III). Damit werden die allgemeinen Vorſchriften des bürgerlichen Rechts über das konkurrierende Verſchulden wenigſtens für die von dem § 46 Börſ. Geſ. betroffenen Fälle ausgeſchloſſen.

Dem Emiſſionshauſe ſtehen daher zwei Einreden gegen geltend gemachte Anſprüche zu: Zum erſten, daß der Aktienbeſitzer die Unrichtigkeit oder Unvollſtändigkeit des Papieres gekannt hat; wenn er ſich grober Fahrläſſigkeit ſchuldig gemacht hat, iſt es von der Erſatzpflicht gänzlich befreit. Zum zweiten, daß der Aktienbeſitzer bei Anwendung der diligentia quam in suis die Unrichtigkeit hätte kennen müſſen; kann dagegen aber der Beſitzer wieder einwenden, daß das Emiſſionshaus böslich gehandelt habe und trifft dies zu, ſo iſt es zum Erſatze verpflichtet, auch wenn dem Wertpapierbeſitzer grobe Fahrläſſigkeit nachgewieſen werden könnte. Eine Verteilung des Schadens iſt, wie ſchon bereits geſagt, nicht möglich.

Zum Schluſſe dieſes Abſchnittes ſei kurz auf die Verjährung der Anſprüche aus dem Börſ. Geſ. eingegangen. Der Erſatzanſpruch aus § 45 Börſ. Geſ. verjährt in 5 Jahren ſeit Zulaſſung der Wertpapiere, die Zeit der Kenntnis iſt ſonach nicht von Bedeutung. Der Anſpruch kann unter Umſtänden verjähren, bevor der Beſitzer Kenntnis von dem Mangel erlangen konnte. Es wird jedoch hier, wie aus dem Wortlaut des Geſetzes geſchloſſen werden kann, mehr von einer Verjährungfriſt geſprochen, auf die in Ergänzung die Vorſchriften aus dem Bürgerlichen Geſetzbuch Anwendung finden. Somit iſt die Geltendmachung des Schadens auch nach Ablauf der Verjährungsfriſt möglich.

§ 26.

Die Haftung nach § 203 H. G. B. und § 45 Börſ. Geſ. in dem Verhältnis zueinander.

In den vorhergehenden Ausführungen ſind bereits Bedingungen der Haftung für die Erfüllung der Tatbeſtände der beiden Vorſchriften, § 45 Börſ. Geſ. und § 203 H. G. B., dargelegt worden. Trotz dieſer Unterſchiede, kann die Möglichkeit gegeben ſein, daß Tatbeſtände beider Paragraphen ſich in Bezug auf die Haftungsvorausſetzungen decken und der Emittent demgemäß doppelt ſowohl von der Geſellſchaft als auch von den Aktienbeſitzern in Anſpruch genommen werden kann.[1]) Beide Vorſchriften können gleichzeitig verletzt werden, wenn der Proſpekt unrichtige oder unvollſtändige Angaben der Gründer hinſichtlich der Zeichnung oder Einzahlung des Grundkapitals oder der im § 186 HGB. vorgeſehenen Feſtſetzungen wiedergibt, und zwar Angaben, die für die Beurteilung des Wertes der zugelaſſenen Papiere weſentlich ſind und dem Emittenten grobe Fahrläſſigkeit oder böswilliges Verſchulden zur Laſt gelegt wird. Da jedoch die Grundlagen der Haftungsmöglichkeiten beider angezogenen Vorſchriften durchaus verſchieden ſind — im § 203 H. G. B. haftet der Emittent für das Verſchulden der Gründer, in § 45 Börſ. Geſ. für eigenes Verſchulden, — ſo kann der Emittent nicht die exeptio rei iudicatae geltend machen[2]), wenn er einmal von der Geſellſchaft als dem einen Teil mit Erfolg auf Schadenserſatz in Anſpruch genommen wurde — und nachher von dem anderen Teil, dem Aktienbeſitzer, haftbar gemacht wird; tritt dieſer Sachverhalt ein, ſo kann das Emiſſionshaus gegenüber letzterem einwenden, daß der Wert der Papiere geſtiegen ſei durch den der Geſellſchaft erſetzten Schaden. Dieſer Einwand iſt nur dann zuläſſig, wenn tatſächlich eine Verbeſſerung des Wertes der Papiere eingetreten iſt.[3])

Tritt jedoch der umgekehrte Fall ein, daß das Emiſſionshaus zuerſt von dem Aktienbeſitzer erfolgreich wegen Schadenserſatz in Anſpruch genommen und dann von der Geſellſchaft verklagt wird, ſo muß es letzterer nochmals Erſatz leiſten. Dieſe Regelung iſt als höchſt unglücklich zu bezeichnen und kommt der Regelung tatſächlicher Intereſſen in keiner Weiſe entgegen. Wenn auch die Emiſſionsbanken durch verſchiedene Möglichkeiten[4]) z. B. durch Uebernahme der Aktien, Majoriſierung der zum Zwecke der Anſtrengung der Regreßklage des Emiſſionshauſes gegen die Gründer einberufenen Generalverſammlung — die Gefahr der doppelten Haftinanſpruchnahme zu verringern ſuchen, ſo bleibt doch nach dem Geſetz die durch nichts begründete und gerechtfertigte doppelte Haftung beſtehen.

[1]) Vgl. Baer, in Holdheim's Monatſchrift 1897, S. 109; Staub zu § 203.
[2]) Vgl. Staub, § 203, S. 14.
[3]) Vgl. Staub, Anm. zu § 203,15.
[4]) Vgl. Heim, S. 90.

Schluß.

§ 27.

Die volkswirtſchaftliche Bedeutung der Emiſſionstätigkeit.

Zum Abſchluß dieſer Ausführungen ſei noch kurz einiges über die volkswirtſchaftliche Bedeutung der Emiſſionstätigkeit und über die Funktion der Banken im Rahmen dieſes Wirkſamkeitsgebietes und der Wirtſchaftsordnung ſchlechthin, vermerkt.

Unſer heutiges Wirtſchaftsleben ſteht ſeiner Form nach unter der Vormachtſtellung der Großinduſtrie. Die großen Aktienunternehmungen ſind es, die immer mehr an Bedeutung und Macht gewonnen und damit ungeheuren Kapitalaufwand und Kapitalzufluß benötigt haben. Wir erleben es in unſeren Tagen, daß „Rationaliſierung", das große Schlagwort aus Amerika, — in unſerer Induſtrie durchgeführt und verwirklicht, zur Notwendigkeit geworden, um unſere Verpflichtungen aus dem Dawesplan zu ermöglichen und uns ſelbſt lebensfähig zu erhalten, — in ſeiner Realiſierung immenſe Neu-Inveſtitionen beanſprucht. In dem Prozeß der Kapitalbeſchaffung ſolcher großen Summen, der in der Veräußerung von Anteilſcheinen, von Aktien dieſer Unternehmungen an das Publikum vor ſich geht, ſpielen die Emiſſionsbanken eine geradezu unentbehrliche Rolle; ſie ſind die Kapitalvermittler.

Es iſt den Banken der Vorwurf gemacht worden, daß ſie dieſe ihre Stellung dazu benutzen, weniger auf den volkswirtſchaftlichen Nutzen, als auf ihren dabei zu erzielenden Gewinn ihr Hauptaugenmerk richten. Dieſer Vorwurf dürfte vielleicht in der Zeit der Inflation zurecht beſtanden haben — heute aber ſeiner Berechtigung durchaus entbehren, denn auf die mit der Emiſſion zuſtandegekommenen Geſchäftsverbindungen, oder auf durch dieſe ermöglichte Produktionserhöhung, die zur Erweiterung der beſtehenden bankgeſchäftlichen Verbindungen führt, legen heute die Bankhäuſer nicht minder Wert als auf Emiſſionen, deren Gewinne ſich immer noch im Rahmen unſerer heutigen Kapitalknappheit und unſerer Abhängigkeit von ausländiſchen Geldmärkten beſtimmen werden; nicht zu überſehen, welch enormes Riſiko dabei getragen wird und daß dieſe Tätigkeit ihre Vergütung erhalten muß.

So iſt im ganzen die Emiſſionstätigkeit nicht zuletzt der Gradmeſſer der volkswirtſchaftlich- wie der weltwirtſchaftlichen Bedeutung eines Landes.